



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění společnosti Nestlé Česko s.r.o. vybranými metodami  
Valuation of the Nestlé Česko s.r.o. Company by Selected Methods

Student: Bc. Monika Kostrhúnová  
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2017

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Monika Kostrhúnová**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **6202T010 Finance**  
Téma: **Ocenění společnosti Nestlé Česko s.r.o. vybranými metodami**  
**Valuation of the Nestlé Česko s.r.o. Company by Selected Methods**

Jazyk vypracování: **čeština**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska postupů a metod oceňování podniku
3. Charakteristika společnosti Nestlé s.r.o. a její analýza
4. Stanovení hodnoty podniku a zhodnocení výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Study guide for Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*. New York: John Wiley & Sons, 1994. ISBN 0-471-10897-9.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 18.11.2016

Datum odevzdání: 21.04.2017

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal  
děkan fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 19. 4. 2017

.....  
Bc. Monika Kostrhúnová

## **Poděkování**

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucí mé diplomové práce paní prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za její vstřícnou pomoc a odborné rady, které mi poskytla během zpracování této diplomové práce.

## Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Teoretická východiska postupů a metod oceňování podniku.....</b>	<b>7</b>
2.1	Kategorie hodnoty podniku pro účely ocenění.....	7
2.2	Metody oceňování podniku .....	8
2.2.1	Výnosové metody.....	9
2.2.2	Majetkové metody.....	18
2.2.3	Komparativní metody.....	20
2.2.4	Kombinované metody .....	21
2.3	Postup při oceňování podniku .....	21
2.3.1	Sběr vstupních dat .....	22
2.3.2	Analýza dat.....	22
2.3.3	Sestavení finančního plánu.....	34
2.4	Analýza citlivosti.....	35
<b>3</b>	<b>Charakteristika společnosti Nestlé Česko s.r.o. a její analýza .....</b>	<b>37</b>
3.1	Historie společnosti .....	37
3.2	Základní údaje o společnosti .....	37
3.3	Strategická analýza společnosti .....	38
3.3.1	Analýza vnějšího potenciálu .....	39
3.3.2	Analýza vnitřního potenciálu .....	42
3.4	Finanční analýza podniku.....	45
3.4.1	Vertikálně-horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty.....	45
3.4.2	Poměrová analýza společnosti.....	50
3.4.3	Shrnutí výsledků finanční analýzy .....	55
<b>4</b>	<b>Stanovení hodnoty podniku a zhodnocení výsledků .....</b>	<b>57</b>
4.1	Prognóza tržeb .....	57
4.2	Prognóza čistého pracovního kapitálu (ČPK) .....	59
4.3	Prognóza investic a odpisů .....	59
4.4	Plánovaný výkaz zisku a ztráty .....	60
4.5	Plánovaný výkaz cash flow .....	62
4.6	Plánovaná rozvaha .....	63
4.7	Stanovení nákladů na vlastní kapitál ( $R_E$ ).....	64
4.8	Stanovení diskontní míry.....	64

4.9	Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele ( <i>FCFF</i> ).....	65
4.10	Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF-Entity.....	66
4.11	Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody EVA .....	67
4.12	Analýza citlivosti .....	68
4.12.1	Analýza citlivosti stanovené hodnoty pomocí dvoufázové metody DCF-Entity na vstupní parametry .....	69
4.12.2	Analýza citlivosti stanovené hodnoty pomocí dvoufázové metody EVA na vstupní parametry.....	71
4.13	Souhrnné hodnocení výsledků ocenění podniku.....	72
<b>5</b>	<b>Závěr.....</b>	<b>74</b>
	<b>Seznam použité literatury.....</b>	<b>76</b>
	<b>Seznam zkratk .....</b>	<b>79</b>
	<b>Prohlášení o využití výsledků diplomové práce</b>	
	<b>Seznam příloh</b>	
	<b>Přílohy</b>	

# 1 Úvod

V současné době se stává oceňování podniku nedílnou součástí finančního řízení firmy. Cílem ocenění společností je stanovení jejich hodnoty, která je důležitým manažerským kritériem při taktickém řízení firem a při dlouhodobých strategických rozhodnutích. Důvody ocenění mohou být např. koupě či prodej podniku, fúze, akvizice, uvádění společnosti na burzu, likvidace firmy apod. Při oceňování podniku je nezbytné určit objekt ocenění, vstupní parametry a stanovit z jakého pohledu je ocenění provedeno (z pohledu vlastníků či věřitelů).

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Nestlé Česko s.r.o. vybranými metodami k 31. 12. 2015. Podnik je oceněn pomocí výnosových metod a to dvoufázovou metodou DCF-Entity a dvoufázovou metodou EVA. Důvodem ocenění je zjištění odhadu tržní hodnoty společnosti pro její případný prodej, avšak ten není zamýšlen, a proto bude tato hodnota stanovena pouze informativně.

Diplomová práce je rozdělena, vedle úvodu a závěru, do tří hlavních částí. V první části jsou popsány teoretické východiska postupů a metod oceňování, přičemž jsou charakterizovány kategorie hodnoty podniku pro účely ocenění, dále metody oceňování firem, především jsou objasněny výnosové, majetkové, komparativní a kombinované metody. Následně je vymezen postup při oceňování podniku, jenž obsahuje sběr vstupních dat, analýzu těchto dat a nakonec sestavení finančního plánu. Na závěr této kapitoly je popsána analýza citlivosti.

Náplní druhé části je charakteristika a následná analýza společnosti Nestlé Česko s.r.o. V této kapitole je rovněž stručně popsána historie a základní údaje oceňovaného podniku. Poté je provedena strategická analýza, jejímž obsahem je analýza vnitřního a vnějšího potenciálu firmy. Rovněž je vypracována finanční analýza této společnosti, tedy horizontální a vertikální analýza a analýza poměrových ukazatelů.

Třetí část je zaměřena na stanovení hodnoty podniku a zhodnocení konečných výsledků. Zprvu jsou predikovány vstupní parametry, do nichž lze zařadit tržby, čistý pracovní kapitál, investice a odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. Následně jsou tyto parametry použity pro stanovení plánovaných účetních výkazů, tedy výkazu zisku a ztráty, výkazu cash flow a rozvahy. Dále jsou stanoveny náklady na vlastní



kapitál, diskontní míry, volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Následně je proveden výpočet hodnoty podniku pomocí stanovených metod včetně citlivostní analýzy. V závěru této kapitoly jsou zhodnoceny výsledky ocenění podniku včetně výsledků analýzy citlivosti.

## 2 Teoretická východiska postupů a metod oceňování podniku

Oceňování podniku je řazeno do problematiky finančního řízení a rozhodování firem. Cílem ocenění podniku je vyjádřit hodnotu, konkrétně tzv. objektivizovanou hodnotu podniku nebo jeho části, přičemž tato hodnota závisí na účelu ocenění, použité metodě, časovém horizontu a na subjektu, z jehož hlediska je ocenění provedeno.

V rámci oceňování je rozlišována cena a hodnota, přičemž cena je vnímána jako konkrétní peněžitá částka zaplacená za danou firmu na daném místě a čase. Kolem hodnoty podniku by naopak měla cena oscilovat. Při stanovení objektivizované hodnoty je vycházeno ze stavu firmy k datu ocenění, přičemž předpokladem je budoucí pokračování podniku.

Důvodů oceňování firem je celá řada, například se může jednat o koupi či prodej podniku, uvedení společnosti na finanční trhy či emise akcií, prodej a koupě podniku, vstup zahraničního kapitálu nebo likvidace společnosti apod.

Pro tuto část diplomové práce jsou použity především tyto publikace: Dluhošová (2010), Dluhošová a kol. (2004), Mařík (2011), Grünwald (2000), Damodaran (1994), Grünwald a Holečková (2008) a Kislingerová a Hnilica (2005).

### 2.1 Kategorie hodnoty podniku pro účely ocenění

Jak tvrdí Mařík (2011, s. 20): „*Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value)*“

Dle Maříka (2011) lze rozlišit čtyři kategorie hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

V případě tržní hodnoty je odhadována tržní cena podniku. Jak tvrdí Mařík (2011, s. 22): „*Definice tržní hodnoty: Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi jednotlivým kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě*

*strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*” Do výsledné hodnoty podniku nejsou započteny náklady na prodej a nákup společnosti ani daně. Při ocenění je důležité provést analýzu trhu. V případě metod DCF a kapitálových výnosů by měly být budoucí toky a míra výnosnosti odvozeny z trhu.

Subjektivní neboli investiční hodnotou je myšlena hodnota aktiva, v našem případě podniku, pro konkrétního investora či skupiny investorů pro daný investiční cíl či více cílů. Mnoho oceňovatelů si klade za cíl nalezení tržní hodnoty, avšak se ve výsledku jedná o investiční hodnoty, neboť budoucí cash flow jsou odhadovány na základě rozhodnutí a představ manažerů. Jak tvrdí Mařík (2011, s. 27): *„Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.”*

Objektivizovaná hodnota oproti předchozí hodnotě může být vypočtena pouze odborníkem. Mařík (2011, s. 27) uvádí: *„Objektivizovaná hodnota (něm. der objektivierte Unternehmenswert) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.”* Při výpočtu této hodnoty musí být zohledněno daňové zatížení vlastníka či skupiny vlastníků.

Kolínská škola je založena na principu subjektivní hodnoty kupujícího a subjektivní hodnoty prodávajícího podniku. Dle Maříka (2011) je rozlišováno několik funkcí ocenění:

- funkce komunikační,
- funkce daňová,
- funkce rozhodčí,
- funkce argumentační,
- funkce poradenská.

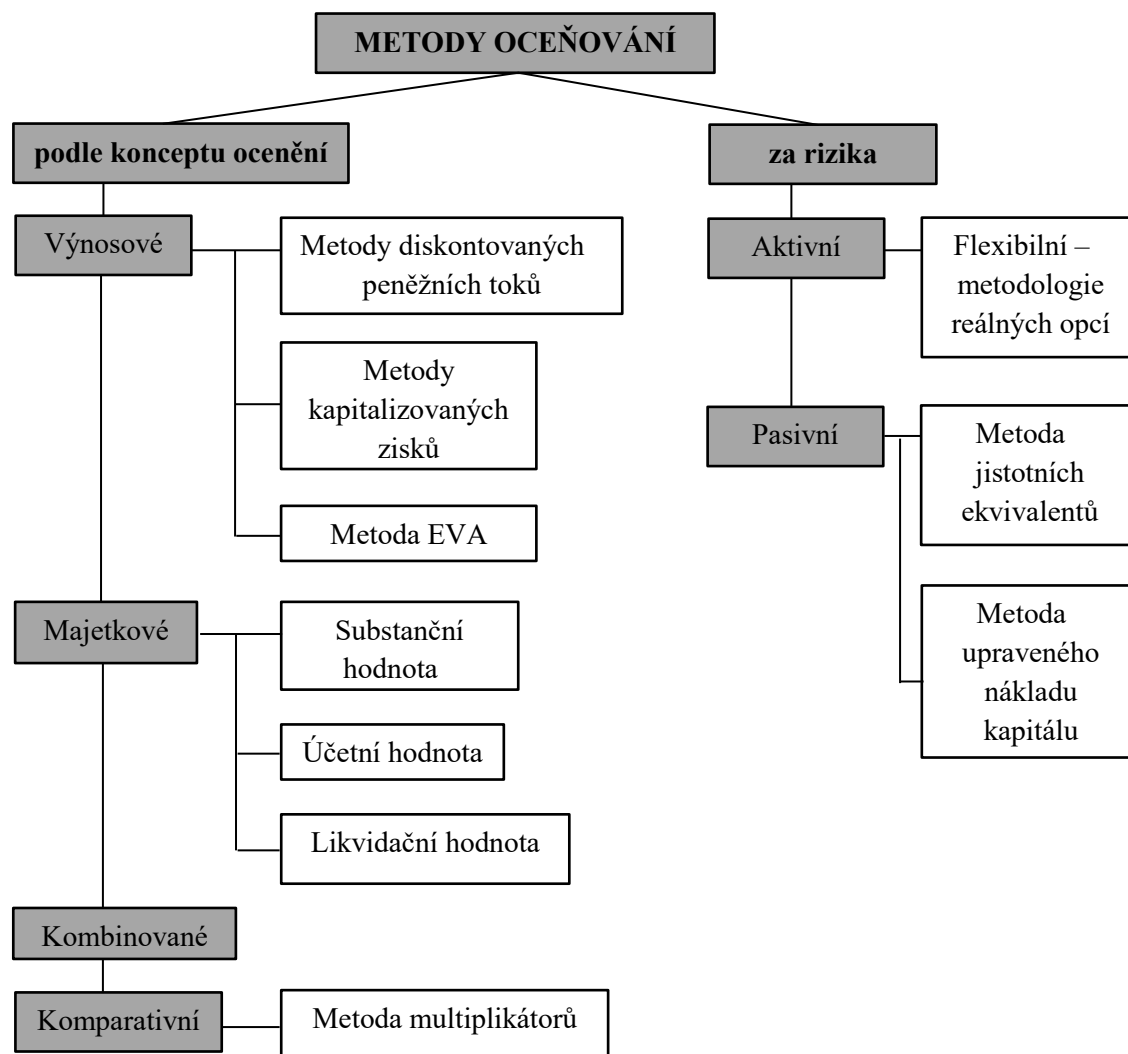
Podle názvu těchto funkcí je zřejmé, pro jaký účel je ocenění provedeno.

## **2.2 Metody oceňování podniku**

Metod oceňování podniku je celá řada a jsou určeny pro ocenění zadlužených i nezadlužených společností. Volba vhodných postupů je determinována subjektivním

postojem oceňovatele a rovněž účelem ocenění. Metody oceňování lze primárně rozdělit podle konceptu ocenění a za rizika, viz Obr. 2.1.

**Obr. 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty firmy**



*Zdroj: Dluhošová (2010, s. 173)*

### 2.2.1 Výnosové metody

Ocenění na základě analýzy výnosů neboli výnosové metody jsou založeny na principu časové hodnoty peněz a relativního rizika investice. Pomocí těchto metod je hodnota podniku určena jako současná hodnota budoucích užitků. Hodnota majetku je stanovena užitkem pro jeho držitele, přičemž u hospodářských statků, do kterých je řazen mimo jiné i podnik, se tímto užitkem rozumí očekávané výnosy, kterými mohou být např. finanční toky, zisky či dividendy. Výsledná hodnota u těchto postupů je determinována náklady kapitálu, budoucími výnosy a časovým horizontem.

## Metoda DCF

Mezi tyto metody lze především zařadit metodu DCF (*Discounted Cash Flow*) neboli metodu diskontovaných peněžních toků a metodu kapitalizovaných zisků.

Metoda DCF je považována za nejpoužívanější metodu. Užítky statku pro jeho držitele jsou v tomto případě budoucí volné peněžní toky, neboť reálně odráží finanční užítky pro investory. Obecně platí, že pokud roste peněžní příjem z podnikatelské činnosti, roste rovněž hodnota podniku. Základem pro správné stanovení hodnoty podniku pomocí této metody je vymezení budoucích volných peněžních toků a nákladu kapitálu, kterým jsou tyto peněžní toky diskontovány. Metoda DCF je dále rozdělena podle toho, jak jsou budoucí volné peněžní toky vymezeny, určením nákladu kapitálu, kterým jsou tyto peněžní toky diskontovány a výslednou hodnotou, která je diskontováním získána na:

- metodu DCF-Entity,
- metodu DCF-Equity,
- metodu DDM (*Dividend Discount Model*),
- metodu DCF APV (*Adjusted Present Value*).

Pomocí metody DCF-Entity je oceňován celkový kapitál podniku (vlastní i cizí kapitál). V tomto případě jsou volné peněžní toky sestaveny jak z pohledu vlastníků, tak i úročených věřitelů. Tyto volné peněžní toky jsou diskontovány průměrným váženým nákladem kapitálu. Výsledná hodnota jako perpetuita se vypočte jako,

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.1)$$

kde  $V$  je hodnota podniku,  $FCFF$  jsou volné peněžní toky do firmy (*Free Cash Flow to the Firm*) a  $WACC$  představuje průměrné vážené náklady kapitálu (*Weighted Average Capital Cost*).

Nejčastěji používanou metodou je dvoufázová metoda, přičemž budoucí časové období je rozděleno do dvou fází. V první fázi jsou zahrnuty roky, pro které je reálné oceňovatelem vypracovat prognózu volných peněžních toků. Druhá fáze pak začíná od posledního roku první fáze až do nekonečna. Výsledná hodnota podniku se vypočte jako,

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}, \quad (2.2)$$

kde  $FCFF_t$  jsou volné peněžní toky do firmy v roce  $t$ ,  $PH$  představuje pokračující hodnotu a  $T$  je délka první fáze v letech (poslední rok prognózovaného období).

Pokračující hodnota je pro účel této diplomové práce vypočtena dle tzv. Gordonova vzorce následně:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}, \quad (2.3)$$

kde  $g$  je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze (tzn. do nekonečna). Podmínkou platnosti tohoto vzorce je to, aby bylo  $WACC > g$ .

Volné peněžní toky lze vypočíst takto:

$$FCFF_t = KPVH_t - I_{n(t)} + ODP_t = KPVH_t - (K_t - K_{t-1} + ODP_t), \quad (2.4)$$

přičemž  $KPVH_t$  je korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce  $t$ ,  $I_{n(t)}$  jsou netto investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce  $t$ ,  $ODP_t$  jsou odpisy do provozně nutného majetku v roce  $t$ ,  $K_t$  představuje provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku  $t$  a  $K_{t-1}$  je provozně nutný investovaný kapitál předchozího roku.

Koordinovaným provozním výsledkem hospodaření ( $KPVH_t$ ) se myslí výsledek hospodaření, který je generován pouze hlavní podnikatelskou činností (bere se v úvahu pouze výsledek hospodaření, který není rozdělen mezi vlastníky a úročené věřitele) a zároveň je očištěn o jednorázové položky.

Provozně nutný investovaný kapitál ( $K_t$ ) je součtem provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku.

U této metody je diskontní míra představována již zmíněným průměrným váženým nákladem kapitálu a lze jej vypočíst pomocí vzorce:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - d) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.5)$$

kde  $D$  představuje cizí úročený kapitál,  $E$  je vlastní kapitál,  $C=E+D$  je celkový investovaný kapitál,  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál,  $d$  udává sazbu daně z příjmů a  $R_E$  představují náklady vlastního kapitálu při určitém zadlužení.

Pro výpočet WACC je nutné si stanovit náklady na vlastní kapitál. Pro účely této diplomové práce je použit model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM*), přičemž tvar modelu *CAPM-SML* beta verze je následující:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.6)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný (střední hodnota) výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  představuje bezrizikovou sazbu,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  představuje očekávaný výnos tržního portfolia,  $[E(R_M) - R_F]$  je prémie za systematické tržní riziko.

Pro výpočet bezrizikové míry výnosu je použito co nejméně rizikové aktivum s co nejdelší dobou životnosti, což je nejčastěji stanovováno pomocí výnosnosti státních dluhopisů.

Pomocí premie za systematické riziko je vyjádřeno ocenění rizikovosti konkrétního tržního portfolia. Pro účely této diplomové práce je při stanovení tohoto ukazatele použita databáze profesora A. Damodarana.

Další složkou je beta koeficient, pomocí něhož je vyjádřena úroveň rizika daného cenného papíru ve vztahu k celkovému riziku kapitálového trhu. Betu vlastního kapitálu u zadlužené firmy ( $\beta^L$ ) lze vyjádřit dle tohoto vztahu:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[ 1 + (1 - d) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.7)$$

kde  $\beta^U$  je beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení.

Koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení je opět převzat z databáze profesora A. Damodarana.

Mezi výhody metody DCF-Entity lze zařadit např. to, že se jedná o nejpoužívanější metodu v tuzemsku i zahraničí, dále se používá v případě ocenění investovaného kapitálu a nebere se v úvahu financování tohoto kapitálu, dále ji lze využít pro ocenění pouze části podniku.

Mezi hlavní nevýhodu lze zařadit to, že se bere v potaz určitá struktura kapitálu, která musí být vyladována, tak aby bylo dosaženo správného ocenění podniku, a zároveň

musí být korektně promítnuta do celkových průměrných nákladů kapitálu a nákladů vlastního kapitálu.

### Metoda DCF-Equity

Tato metoda se od předchozí metody liší v tom, že je oceňován pouze vlastní kapitál, tedy je vypočtena hodnota majetku pro vlastníky firmy. Jsou použity volné peněžní toky pro vlastníky ( $FCFE$  – *Free Cash Flow to the Equity*), kterými se myslí obecně podíly na zisku společnosti (dividendy). Náklad vlastního kapitálu je použit jako diskontní faktor, přičemž je odrazem jak provozního, tak finančního rizika (odpovídá zadlužení oceňované společnosti).

Hodnotu podniku lze vypočíst pomocí následujícího vzorce, přičemž volné peněžní toky pro vlastníky jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + R_{E_1})^t} + \frac{PH}{R_{E_2} \cdot (1 + R_{E_1})^T}, \quad (2.8)$$

kde  $FCFE_t$  jsou volné peněžní toky pro vlastníky v roce  $t$ ,  $R_{E_1}$  jsou náklady vlastního kapitálu v první fázi a  $R_{E_2}$  představuje náklady na vlastní kapitál v druhé fázi.

Pokračující hodnota v případě konstantních peněžních toků pro vlastníky v druhé fázi je pak stanovena následovně:

$$PH = \frac{FCFE_{T+1}}{R_{E_2}}, \quad (2.9)$$

kde  $FCFE_{T+1}$  je hodnota volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v čase  $T+1$ .

Pomocí metody DCF-Equity lze vypočíst shareholder value a rovněž odráží změny zadlužení a úroky, což lze považovat za jednu z hlavních výhod. Také má své využití ve finančních institucích, v bankovním sektoru a dále tam, kde má úročený cizí kapitál jiné postavení než v nefinančních společnostech.

Mezi nevýhody této metody lze zařadit to, že oproti metodě DCF-Entity nelze využít pro výpočet hodnoty dílčích částí podniku.



### **Metoda DDM** (*Dividend Discount Model*)

Pomocí této metody lze hodnotu podniku vypočítat tak, že peněžní toky (v tomto případě se jedná o dividendy) jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu. Metoda DDM se využívá pro podniky, ve kterých dochází ke stabilnímu vyplácení dividend, tudíž je logické, že musí být v podniku dosahováno zisku. Výpočet může být proveden dvěma způsoby a to v prvním případě je to výpočet hodnoty podniku s konstantními peněžními toky a v druhém se počítá s peněžními toky konstantně rostoucími:

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.10)$$

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.11)$$

kde  $DIV$  představuje dividendu v běžném období,  $R_E$  je náklad na vlastní kapitál a  $g$  je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

### **Metoda DCF APV** (*Adjusted Present Value*)

Metoda APV (neboli upravená současná hodnota) je přístupem nejméně používaným v tuzemsku i v zahraničí. V tomto případě je brutto hodnota podniku vypočtena zvlášť pro zadlužený a nezadlužený podnik. V případě nezadluženého podniku jsou volné peněžní toky (v tomto případě se jedná o FCFF) diskontovány pomocí nezadlužených nákladů vlastního kapitálu. Předpokladem nezadlužené firmy je to, že všechna provozně nutná dlouhodobá aktiva a pracovní kapitál jsou kryty pouze vlastními zdroji.

Co se týče zadluženého podniku je výpočet stejný jako u nezadlužené společnosti, avšak je nutno připočítat současnou hodnotu daňového štítu (je tedy diskontován náklady dluhu). Peněžní toky v podobě úspor na daních lze vypočítat jako:

$$RD\check{S} = D_{t-1} \cdot R_D \cdot d, \quad (2.12)$$

kde  $RD\check{S}$  představuje roční daňový štít,  $D_{t-1}$  je úročený cizí kapitál k počátku roku  $t$  a  $D_{t-1} \cdot R_D$  jsou nákladové úroky v absolutním vyjádření a  $d$  je sazba daně z příjmu.

V obou uvedených případech je hodnota podniku brutto ( $V_{brutto}$ ) počítána pomocí dvoufázové metody dle vzorce:

$$V_{brutto} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + R_{E(U)i})} + \frac{FCFF_{T+1}}{R_{E(U)i} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + R_{E(U)i})} +$$

$$+ \sum_{t=1}^T \frac{D_{t-1} \cdot R_{D_t} \cdot d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + R_{D_i})} + \frac{D_T \cdot R_{D_{T+1}} \cdot d_{T+1}}{R_{D_{T+1}} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + R_{D_i})}, \quad (2.13)$$

kde  $R_{E(U)i}$  jsou náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro rok  $i$ ,  $R_{D_t}$  náklady cizího kapitálu v roce  $t$ ,  $D_{t-1}$  je cizí úročený kapitál k počátku roku  $t$  a  $d_t$  je daňová sazba předpokládaná pro rok  $t$ .

Výsledná hodnota podniku netto se pak vypočte dle vzorce:

$$V_{netto} = V_{brutto} - D_0, \quad (2.14)$$

kde  $V_{netto}$  představuje netto hodnotu podniku (přeceněná hodnota vlastního kapitálu) a  $D_0$  je cizí úročený kapitál k datu ocenění.

Mezi hlavní výhody lze zařadit to, že pro výpočet hodnoty podniku pomocí této metody není brána v potaz kapitálová struktura majetku ve formě podílu vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Důsledkem toho je, že nevzniknout chyby v ocenění kvůli použití nesprávné struktury majetku. Pomocí této metody lze zjistit, jaká část hodnoty podniku je vyprodukována samotným provozem firmy a na druhou stranu jaká část je tvořena daňovým štítem.

Tato metoda má také řadu nevýhod, mezi ně lze např. zařadit to, že je problematické stanovit náklady vlastního kapitálu (nezadlužené), přičemž jsou použity náklady kapitálu zadluženého podniku konkrétních firem, které jsou uvedeny na kapitálových trzích a ty jsou přepočteny na náklady kapitálu nezadlužené společnosti. Dále stejně jako u metody DCF-Equity nelze tuto metodu použít pro stanovení hodnoty dílčích částí podniku.

### Metoda kapitalizovaných zisků

U této metody je jako FCF použita současná hodnota budoucích zisků, přesněji trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk podniku, který je přepočten a upraven např. o odpisy, mimořádné položky přechodného charakteru (výnosy a náklady), které jsou vyloučeny, dále o vyjmutí skrytých rezerv, odstranění výnosů a nákladů, jenž nesouvisí s hlavní činností podniku apod. Trvale udržitelný zisk se tedy vypočte dle vzorce:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.15)$$

kde  $Z$  je trvale udržitelný zisk,  $Z_t$  představuje zisk v minulých obdobích upravený o korekce a  $w_t$  jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím.

Hodnota oceňovaného podniku s předpokladem trvalého zisku se tedy stanoví jako perpetuita následovně

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.16)$$

kde  $R$  je náklad kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

V případě stanovení výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí dvoufázové metody kapitalizovaných zisků se vychází z následujícího vzorce:

$$V_{netto} = \sum_{t=1}^T \frac{Z_t}{(1 + R_{E_1})^t} + \frac{Z_{T+1}}{R_{E_2} \cdot (1 + R_{E_1})^T}, \quad (2.17)$$

kde  $Z_{T+1}$  je hodnota trvale udržitelného zisku ve druhé fázi (předpokladem je stabilní hodnota tohoto zisku).

### **Metoda ekonomické přidané hodnoty (*EVA – Economic Value Added*)**

Ekonomickou přidanou hodnotu je možno použít jako základ pro finanční analýzu, řízení či ocenění podniku. Základem pro tuto hodnotu je ekonomický zisk, který je vykazován tehdy, pokud jsou splaceny nejen běžné náklady, ale rovněž náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál.

EVA je řazena mezi ukazatele výnosnosti spolu s ROA a ROE, avšak pomocí ní jsou odstraněny nedostatky těchto ukazatelů. Mezi tyto nedostatky lze např. zařadit to, že pomocí ukazatelů rentability není zohledněna časová hodnota peněz či riziko, které investoři podstupují. Rovněž je pomocí účetních ukazatelů možné ovlivňovat hodnotu výsledného zisku. Důsledkem toho je skutečnost, že ukazatele rentability nekorelují s hodnotami akcií, přičemž to by mělo být odstraněno použitím ukazatele EVA.

Odečtením nákladů kapitálu (cizího i vlastního) od čistého výnosu z provozní činnosti lze získat ekonomickou přidanou hodnotu. Základní vzorec pro výpočet lze zapsat následovně:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.18)$$

kde  $NOPAT$  představuje čistý výnos z provozní činnosti po dani a  $C$  je kapitál, který je vázán v aktivech potřebných k hlavní činnosti podniku (v konceptu EVA je nahrazen termínem  $NOA$ , což jsou čistá operační aktiva).

Ekonomickou přidanou hodnotu lze vypočítat dvěma způsoby a to pomocí vzorce *nákladů na kapitál a hodnotového rozpětí (Value Spread)*, přičemž podoba vzorců je následující:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.19)$$

$$EVA_t = \left( \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.20)$$

kde  $\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}}$  představuje operační rentabilitu (rentabilita čistých provozně potřebných aktiv).

Dále lze tento ukazatel vypočítat jako EVA na bázi *zúženého pojetí hodnotového rozpětí* následovně:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E \quad (2.21)$$

kde  $ROE$  představuje rentabilitu vlastního kapitálu. Je žádoucí, aby rozdíl rentability vlastního kapitálu a nákladů na tento kapitál byl co možná nejvyšší, minimálně však kladný, neboť tak vlastníků firmy přináší investice více než by jim vynesla alternativní investice.

Úpravou předešlého vzorce lze stanovit ekonomickou přidanou hodnotu na bázi *relativního vyjádření*:

$$\frac{EVA}{E} = (ROE - R_E) . \quad (2.22)$$

Často používaná je stejně jako u předchozích metod dvoufázová metoda. Výpočet hodnoty podniku je tedy následující:

$$V_{netto} = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.23)$$

kde  $NOA_0$  představuje čistá operační aktiva k datu ocenění,  $D_0$  je hodnota úročených dluhů k datu ocenění a  $A_0$  představuje ostatní neoperační aktiva k datu ocenění.

Interpretace ukazatele EVA je tedy následující. Pokud je tvořena hodnota pro vlastníky, musí být splněny zároveň tyto podmínky:

$$EVA > 0, \quad (2.24)$$

$$\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} > WACC. \quad (2.25)$$

Při výpočtu je třeba se vyvarovat určitým předpokladům a to, že za  $NOPAT$  není možné dosadit pouze provozní výsledek hospodaření či za  $NOA$  celková aktiva podniku, proto je nutné tyto ekonomické veličiny převést na ekonomická data. Účetní data jsou převážně určena pro potřeby věřitelů firmy, na rozdíl od ekonomických dat, která by měla být zaměřena na požadavky vlastníků firmy a měla by odpovídat ekonomické realitě podniku.

Při stanovení  $NOA$  jsou využita data z rozvahy, která musí být následně upravena. Z celkových aktiv jsou vyňata neoperační aktiva, dále jsou vyčleněny mimořádné položky, dále je vhodné snížení aktiv o neúročené cizí zdroje apod.

Podstatou určení  $NOPAT$  je důležitá vzájemná synergie mezi  $NOPAT$  a  $NOA$ , přičemž zpravidla platí, že aktiva, která jsou zařazena do  $NOA$ , tak jejich náklady a výnosy by měly být obsaženy ve výpočtu  $NOPAT$ .

## 2.2.2 Majetkové metody

Majetkové metody jsou založeny na ocenění všech složek aktiv a závazků. Majetkovou hodnotou podniku se rozumí souhrn individuálně oceněných položek celkového majetku, o nichž je následně odečten souhrn individuálně oceněných závazků. Mezi ně lze zařadit účetní metodu, substanční metodu a metodu likvidační hodnoty.

## Účetní metoda

Při použití účetní metody jsou převzata data z rozvahy oceňovaného podniku. Oceněny jsou zvláště jednotlivé složky aktiv, které jsou následně sečteny. Hodnotu vlastního kapitálu dostaneme, pokud od součtu oceněných složek aktiv odečteme hodnotu závazků a dluhů podniku:

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů} . \quad (2.26)$$

Mezi výhody této metody lze zařadit její jednoduchost a snadná dostupnost dat.

Účetní metoda má rovněž řadu nevýhod, jelikož se jedná o metodu relativně jednoduchou, je rovněž nejméně přesná. Data jsou převzata z rozvahy, a proto nejsou například zohledněna nehmotná aktiva oceňované společnosti. Další nevýhodou je také to, že při výpočtu není vycházeno z tržních hodnot, jež mohou být odlišné od nominálních účetních hodnot.

## Substanční metoda

Prostřednictvím substanční metody jsou oceňována aktiva reprodukční pořizovací cenou a ta jsou nadále snížena o dluhy a závazky k datu ocenění. Předpokladem je budoucí pokračování podniku. Nejprve je vypočtena substanční hodnota brutto, jako součet všech majetkových hodnot v reprodukčních cenách a výnosu z prodeje nepotřebného majetku. Následuje výpočet substanční hodnoty netto jako substanční hodnotu brutto poníženou o hodnotu závazků a dluhů v reálných cenách.

Výhodou této metody je to, že pracuje s tržními hodnotami, neboť při výpočtu jsou použita aktiva oceněna reprodukčními pořizovacími cenami, čímž je dosaženo reálnější hodnoty oceňované společnosti.

Mezi nevýhody lze např. zařadit to, že do výpočtu nejsou zařazena nehmotná aktiva (např. goodwill).

## Metoda likvidační hodnoty

Předpokladem je ukončení činnosti podniku v budoucnu, přičemž budou rozprodány jednotlivé složky majetku, od kterých budou odečteny dluhy firmy a provize likvidátora.

Nevýhodou tohoto přístupu je složitější výpočet, neboť výsledná hodnota závisí na mnoha těžce odhadnutelných faktorech.

Výsledná hodnota je brána jako dolní hranice hodnoty podniku.

### 2.2.3 Komparativní metody

Základem pro aplikaci této metody je ocenění jednotlivých složek aktiv pomocí srovnatelných podniků, proto je rovněž tato metoda označována jako metoda relativního oceňování nebo jako metoda tržního srovnání. Výpočet hodnoty oceňované společnosti ( $V$ ) je následující:

$$V = \text{multiplikátor}_{sf} \cdot \text{ukazatel}_{of}, \quad (2.27)$$

kde  $\text{multiplikátor}_{sf}$  je multiplikátor srovnatelné firmy a  $\text{ukazatel}_{of}$  je ukazatel oceňované společnosti.

Velikost multiplikátoru lze stanovit několika způsoby a to:

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akci}}, \quad (2.28)$$

$$\text{multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.29)$$

Prostřednictvím multiplikátoru jsou zohledňovány rozdíly mezi oceňovaným podnikem a srovnatelných společností. Celková hodnota podniku se následně stanoví odlišně, podle toho jaký způsob výpočtu multiplikátoru je použit. Hodnoty této metody lze tedy vypočíst následovně:

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{sf} \cdot \text{čistý zisk}_{of}, \quad (2.30)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{sf} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{of}, \quad (2.31)$$

kde  $V_E$  je hodnota vlastního kapitálu (pokud je použit jako multiplikátor ukazatel  $P/E$ ) a  $V_A$  je hodnota aktiv (pokud je použit jako multiplikátor ukazatel  $MV/BV$ ).

Mezi výhody této metody lze zařadit její relativní rychlost a jednoduchost výpočtu. Do výpočtu lze rovněž zahrnout srážky či přírážky podle subjektivního názoru oceňovatele, což lze zařadit mezi další výhody, neboť celková hodnota společnosti se může pohybovat v určitém intervalu.

Nevýhodou je nízká vypovídací schopnost této metody z hlediska obtížnosti nalezení srovnatelného podniku a rovněž výpočtu multiplikátoru.

#### 2.2.4 Kombinované metody

Pro výpočet hodnoty oceňovaného podniku jsou u této metody použity výsledky výše uvedených metod, které se zprůměrují:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.32)$$

přičemž  $V$  představuje hodnotu oceňované společnosti,  $w_i$  je váha přiřazena jednotlivým metodám ( $w_i \in [0;1]$ ) a zároveň  $\sum_i w_i = 1$ ) a  $V_i$  jsou hodnoty podniku použitých metod.

Nevíce používanou kombinací je výnosová a substanční metoda, neboť zohledňuje jak výnosovou, tak i majetkovou hodnotu společnosti. V tomto případě by se hodnota podniku stanovila jako aritmetický průměr hodnoty společnosti vypočtené pomocí substanční metody ( $V_s$ ) a hodnota firmy dle výnosového ocenění ( $V_v$ ):

$$V = (V_s + V_v) / 2. \quad (2.33)$$

Dále lze použít pro výpočet výsledné hodnoty podniku vážený aritmetický průměr s použitím již zmíněné výnosové a substanční hodnoty. Výpočet je následující:

$$V = w_1 \cdot V_s + w_2 \cdot V_v, \quad (2.34)$$

kde  $w_1$  a  $w_2$  jsou váhy, které jsou přiřazeny jednotlivým metodám, přičemž  $w_1, w_2 \in [0;1]$  a zároveň  $w_1 + w_2 = 1$ .

Mezi výhody této metody lze zařadit to, že u použitých metod jsou částečně odstraněny jejich nedostatky.

### 2.3 Postup při oceňování podniku

Postup při oceňování podniku by se měl přizpůsobovat podle určitých podmínek. Obecně je doporučován následující postup a to:

- sběr vstupních dat,
- analýza dat,
- finanční plán,



- ocenění podniku.

### 2.3.1 Sběr vstupních dat

Zprvu je velmi důležité si zvolit účel ocenění, kategorie hodnoty a datum, ke kterému je tato hodnota určena. Následně by mělo dojít ke sběru vstupních dat. Potřebné informace by se měly například týkat základních informací oceňovaného podniku (název společnosti, IČO, právní forma, předmět podnikání přiřazen podle CZ-NACE apod.), ekonomických dat (výroční zprávy, zprávy z auditu, účetní výkazy), informací relevantního trhu (vymezení relevantním trhu na kterém oceňovaná firma působí, atraktivita a vývoj relevantního trhu), konkurence (informace o přímých konkurentech, případné substituční výrobky, bariéry vstupů do odvětví), odbytu a marketingu, výrobě a dodavatelům a také zaměstnanců (struktura zaměstnanců, situace na trhu práce, personální náklady).

### 2.3.2 Analýza dat

V rámci analýzy dat je nutné provést finanční a strategickou analýzu pro posouzení celkového stavu oceňovaného podniku. Zda je schopen budoucího dlouhodobého trvání, zda se nenachází ve finanční tísní, jestli je konkurenceschopný a má své postavení na trhu. Poté by měla být aktiva rozdělena na provozně nutná a nenutná, avšak toto rozdělení nemusí být provedeno v případě stanovení likvidační hodnoty, neboť jsou v tomto případě všechna aktiva provozně nepotřebná. Následně jsou určeny generátory hodnoty, u kterých je nutné provést analýzu a jejich predikci do budoucna.

Jestliže k ocenění podniku jsou použity výnosové metody je potřeba zpracovat komplexní finanční plán.

Následně je zvolena metoda ocenění. Pokud je v budoucnu zamýšleno spojení podniku, je nutno postup ocenění rozdělit do dvou fází. Prvním krokem je stanovení hodnoty podniku na tzv. principu „*going concern*“, tzn. ocenění je provedeno na základě předpokladu, že nedojde ke sloučení podniku. Výsledná hodnota může představovat dolní hranici ceny získaného podniku. Druhou fází je výpočet hodnoty firmy, jenž bude spojen s dalším podnikem. Do výpočtu jsou rovněž zahrnuty efekty synergie. Takto vypočtená hodnota společnosti je představována jako horní hranice ceny.

#### a) Strategická analýza

Strategická analýza je využívána k objasnění toho, zda je podnik dlouhodobě perspektivní. Jak tvrdí Mařík (2011), mělo by se postupovat podle určitých kroků a to tak, že

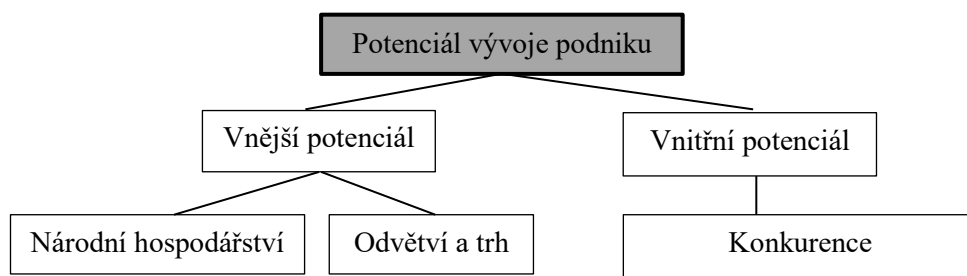
by nejprve měla být použita strategická analýza, posléze strategická analýza doplněná o finanční analýzu a nakonec strategická analýza a finanční analýza doplněná o finanční plán. Hlavním důvodem tohoto postupu je to, že pomocí strategické analýzy je zodpovězeno na otázku, zda má podnik malý či velký potenciál a zda je konkurenceschopný. Pokud by podnik měl nízký potenciál a nebyl by schopen konkurovat ostatním firmám, je pochopitelné, že finanční analýzu a finanční plán není nutno sestavovat, neboť by nebylo dosaženo uspokojujících výsledků, na základě nichž by se něco zvrátilo.

Základní předpoklady této analýzy musí být postaveny na pádných argumentech a nejen na odhadech. Ty musí být rovněž zdůvodněny, neboť by oceňovatel měl přesvědčit investora, že pokud dojde ke koupi společnosti na základě jím vypočtené hodnoty podniku, udělá podnikatelsky rozumný obchod s ohledem na riziko, které podstupuje a které by mělo být zachyceno v diskontní míře.

Dalším účelem strategické analýzy je určit jaký bude vývoj tržeb na základě zjištěné perspektivy podniku. Poté je důležité vymezit rizika, která jsou s podnikem spojena a jejich intenzitu. Například je zjišťováno, kolik konkurujících firem je v odvětví, ve kterém se podnik nachází, zda má podnik stabilní odbyt apod.

Cílem strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Celkový výnosový potenciál je rozdělen na vnější a vnitřní potenciál, viz Obr. 2.2.

**Obr. 2.2 Analýza vývoje potenciálu podniku**



Zdroj: Mařík (2011, s. 56)

Do vnějšího potenciálu jsou zařazeny příležitosti a hrozby podnikatelského prostředí, ve kterém oceňovaný podnik působí. Na základě vnitřního potenciálu lze zjistit, zda je daný podnik konkurenceschopný a dokáže čelit rizikům vnějšího prostředí.

## Postup strategické analýzy

Prvním krokem je již zmíněná analýza vnějšího potenciálu (relevantního trhu). Druhým krokem je analýza vnitřního potenciálu a konkurence podniku. Posledním krokem je predikce tržeb oceňovaného podniku na základě výsledků předchozích dvou kroků.

Analýzou vnějšího prostředí se rozumí rozbor relevantního trhu z hlediska produktu, území, zákazníků a konkurentů. Je nutné vymezit velikost tohoto trhu na základě velikosti poptávky (velikosti spotřeby a prodeje). S použitím předchozích informací je provedena analýza atraktivity trhu, pro niž jsou důležitá kritéria, která jsou stanovena pro každý trh specificky. Faktory by měly být vybrány zejména z hlediska poptávky a množství prodeje. Prognóza vývoje trhu by měla být sestavena podle typu ocenění, které bylo použito. Např. u tržního ocenění se bude vycházet dle názorů odborníků. V rámci prognózy vývoje trhu je nezbytné provedení analýzy makroekonomických veličin, které na vývoj relevantního trhu mají největší vliv. Oceňovatel by si měl tyto faktory volit subjektivně, přičemž se může jednat např. o HDP, spotřebu, ceny, počet obyvatel, příjmy obyvatel, spotřební zvyklosti apod. Prognóza by rozhodně neměla být postavena na subjektivním názoru oceňovatele, nýbrž by měla být podložena analýzami typu regresní analýzy, analýzy časových řad apod.

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je řešena zejména konkurenční síla oceňovaného podniku. Ze začátku je důležité vymezení tržního podílu oceňované společnosti na základě poměru tržeb této firmy a odhadu relevantního trhu. Druhým krokem je shromáždění informací o hlavních konkurentech. Dále je zjišťováno v jaké fázi životního cyklu se podnik nachází. Konkurenceschopnost podniku by měla být odrazem zvyšujícího se tržního podílu a základní metodou by měla být fundamentální analýza, pomocí níž by měly být analyzovány základní faktory, jež ovlivňují tržní podíl firmy.

Na základě výsledků prvních dvou kroků je pak stanovena prognóza vývoje tržeb. Tempo růstu je pak odhadnuto na základě součinu růstu trhu (vypočteného na základě vnější analýzy) a růstu tržního podílu (získaného na základě analýzy vnitřního potenciálu a konkurence). Souběžně by mělo být odhadnuto průměrné tempo růstu na základě růstu tržeb v minulosti a to by mělo být porovnáno se zjištěným tempem růstu na základě vnitřní a vnější analýzy.

Vývoj tržeb oceňovaného podniku lze pomocí výsledků analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu vyjádřit následovně:

$$\Delta T_i = \Delta RT + \Delta TP + \Delta RT \cdot \Delta TP, \quad (2.35)$$

kde  $\Delta T_i$  je změna tržeb stanovena pomocí výsledků analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňovaného podniku,  $\Delta RT$  představuje změnu relevantního trhu, která je určena z výsledků analýzy vnějšího potenciálu firmy a  $\Delta TP$  znázorňuje změnu tržního podílu, která je stanovena na základě výsledků analýzy vnitřního potenciálu.

Následně je vymezena finální prognóza tržeb dle následujícího vzorce jako:

$$\Delta T = \Delta T_i \cdot w_{Ti} + \Delta T_j \cdot w_{Tj}, \quad (2.36)$$

kde  $\Delta T_j$  představuje změnu tržeb, jež je stanovena z analýzy časové řady tržeb oceňované společnosti,  $w_{Ti}$  je váha, která je přiřazena  $\Delta T_i$  a  $w_{Tj}$  představuje váhu, jež je přiřazena  $\Delta T_j$ .

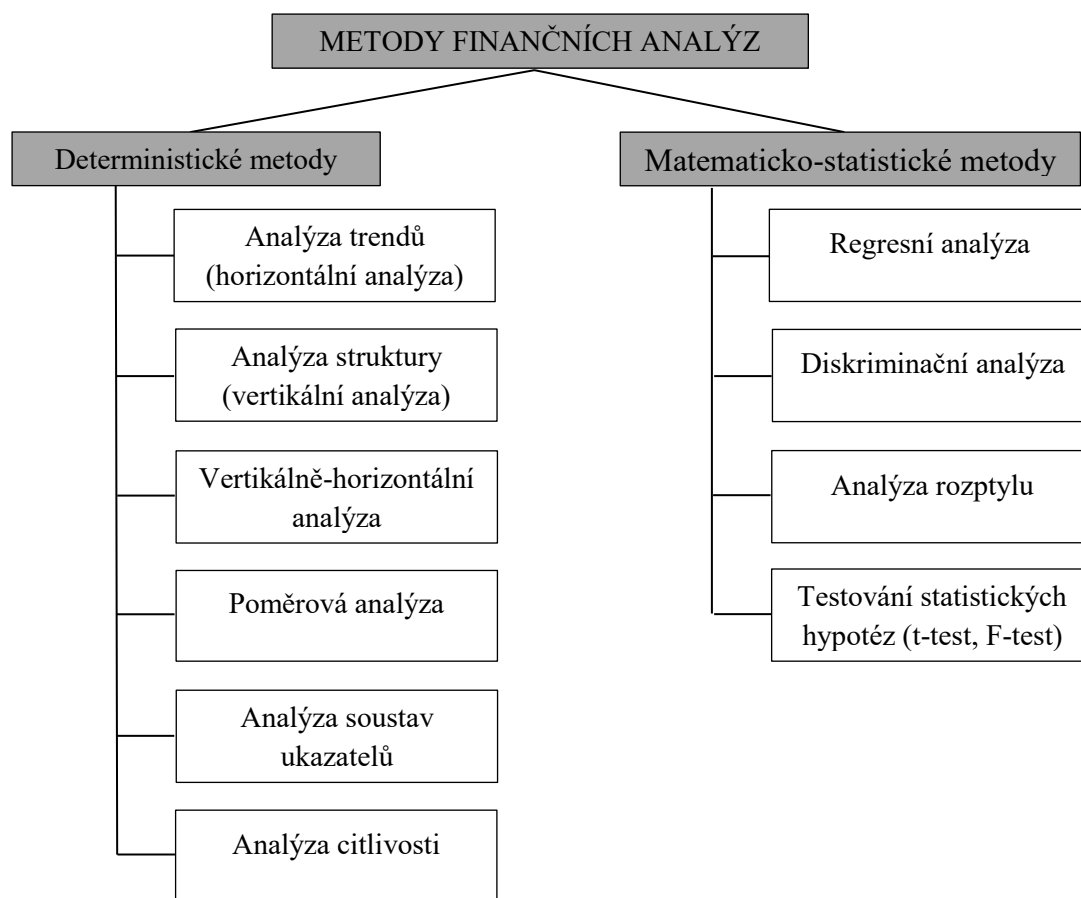
## **b) Finanční analýza**

Finanční analýza je komplexní metoda hodnotící finanční vývoj podniku. Jak uvádí Grünwald (2000) lze na finanční analýzu nahlížet z užšího a širšího pojetí. V užším pojetí je pomocí finanční analýzy hodnocen finanční stav podniku současný a minulý. Naopak v širším pojetí je predikován budoucí finanční vývoj firmy a jsou navržena možná opatření ke zlepšení budoucí situace společnosti.

Informace pro provedení analýzy jsou zejména čerpány z výkazu finančního účetnictví (rozvahy, výkazu zisku a ztráty, výkazu cash flow), výkazů vnitropodnikového účetnictví (výkazy o spotřebě nákladů, druhové a kalkulační náklady), finanční informace atd.

Metody finanční analýzy jsou různě členěny, avšak jak tvrdí Dluhošová (2010), lze je obvykle rozdělit na deterministické metody a matematicko-statistické metody, viz Obr. 2.3.

**Obr. 2.3 Členění metod finanční analýzy**



Zdroj: Dluhošová (2010, s. 73)

### **Deterministické metody**

Tyto metody jsou využity jako běžný nástroje finanční analýzy na menší počet období. Mezi tyto přístupy lze zařadit analýzu trendu (horizontální analýzu), která je využívána k posouzení vývoje hodnot za určité období a vývoje souhrnných ukazatelů např. zisků, nákladů, tržeb, aktiv, pasiv atd. Při použití této analýzy jsou brány v úvahu jak absolutní, tak relativní změny. Změny jsou analyzovány ve vztahu k určitému předcházejícímu období. Lze je vypočítat jako

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.37)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} \cdot 100 (\%), \quad (2.38)$$

kde  $U_t$  představuje hodnotu ukazatele,  $t$  zobrazuje běžný rok, přičemž  $t-1$  je rokem předchozím.

Pomocí analýzy struktury (vertikální analýzy nebo také procentního rozboru komponent) je posouzen vliv dílčích složek na souhrnný ukazatel za určité časové období. Vypočte se pomocí vzorce

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.39)$$

kde  $U_i$  představuje hodnotu dílčího ukazatele a  $\sum U_i$  je hodnota absolutního ukazatele.

Vertikálně-horizontální analýza je kombinací dvou předchozích metod, přičemž je analyzován vývoj finančních ukazatelů a jejich struktury v čase. Při této analýze je posuzována změna celkového ukazatele, zda má rovněž vliv na jeho strukturu a zda je změna pozitivní či negativní.

Pomocí poměrové analýzy jsou dávány do poměru absolutní hodnoty určitých položek účetních výkazů, a tím jsou analyzovány vzájemné vazby mezi jednotlivými ukazateli. Poměrových ukazatelů je celá řada, avšak obecně mezi ně lze zařadit ukazatele likvidity, aktivity, rentability, finanční stability a zadluženosti.

Pyramidová soustava ukazatelů je složena z dílčích ukazatelů, mezi nimiž jsou matematické vztahy, a je možné kvantitativně určit vliv těchto vysvětlujících ukazatelů na celkový ukazatel.

Paralelní soustava ukazatelů se liší od předchozí metody v tom, že dílčí ukazatele nejsou propojeny matematickými rovnicemi, avšak skupiny ukazatelů jsou vybírány podle příbuznosti a interpretace.

### **Matematicko-statistické metody**

Výchozí informace pro matematicko-statistické metody jsou získávány především z údajů delšího časového horizontu. Mezi tyto přístupy je řazena regresní analýza, jež využívá časové řady finančních ukazatelů a je analyzována statistická závislost mezi těmito indikátory. Dále je zde řazena diskriminační metoda, do které lze zařadit např. Altmanův model. Pomocí této metody jsou analyzovány podniky a vytvářeny skupiny firem, které se nachází v obdobných finančních situacích a lze rovněž predikovat rating těchto společností.

Prostřednictvím analýzy rozptylu je celkové riziko rozloženo na rizika vybraných faktorů a reziduální odchylku.

Testování statistických hypotéz je stěžejním stádiem předchozích analýz, neboť je analyzováno, zda jsou jednotlivé ukazatele statisticky významné a lze je tedy zařadit do modelů.

### **Poměrové ukazatele**

Analýza pomocí poměrových ukazatelů je řazena mezi deterministické metody. Poměrové ukazatele jsou používány jako jeden z nástrojů finanční analýzy a jsou poměrně často využívány, proto také jich vzniklo nepřehledné množství. Mezi ně lze zařadit:

- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele finanční stability a zadluženosti.

### **Ukazatele rentability**

Pomocí ukazatelů rentability je vypočtená míra výnosnosti vloženého kapitálu a je žádoucí, aby výsledná hodnota v čase rostla. Podle použitého vloženého kapitálu je rozlišována rentabilita aktiv (*ROA - Return on Assets*), rentabilita vlastního kapitálu (*ROE - Return on Equity*), rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (*ROCE - Return on Capital Employed*), rentabilita tržeb (*ROS – Return on Sales*) a rentabilita nákladů (*RN*). Pro výpočet jednotlivých ukazatelů jsou použity odlišné typy zisků a to zisk před zdaněním a úroky (*EBIT*), zisk před zdaněním (*EBT*), zisk po zdanění, neboli čistý zisk (*EAT*) a zisk po zdanění navýšený o zdaněné úroky.

Rentabilita aktiv je považována za základní ukazatel rentability. Pomocí tohoto ukazatele je poměřován zisk před zdaněním a úroky (*EBIT*) a celková aktiva, přičemž hovoříme o produkční síle podniku. Pomocí rentability aktiv je vypočten efekt na jednotku celkového majetku podniku, který je použit v rámci podnikatelské činnosti. Vypočte se jako

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.40)$$

kde *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky a *A* představuje celková aktiva.

Pomocí rentability vlastního kapitálu je měřena výkonnost těchto vlastních zdrojů, přičemž nám udává, kolik čistého zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. Rentabilita vlastního kapitálu je stanovena dle vzorce

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.41)$$

kde  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu,  $EAT$  představuje čistý zisk po zdanění a  $VK$  je vlastní kapitál.

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu ( $ROCE$ ) se vypočte jako poměr zisku před úhradou úroků a daní ( $EBIT$ ) a součtem vlastního kapitálu ( $VK$ ) a dlouhodobých dluhů ( $dD$ ):

$$ROCE = \frac{EBIT}{(VK + dD)}. \quad (2.42)$$

Pomocí rentability dlouhodobých zdrojů je hodnocena efektivnost dlouhodobého investovaného kapitálu, tedy kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů. Tento ukazatel je uplatňován k mezipodnikovému porovnání.

Ukazatel rentability tržeb je používán pro mezipodnikové srovnání a porovnání v čase. Rentabilita tržeb se vypočte jako

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}, \quad (2.43)$$

kde  $ROS$  představuje rentabilita tržeb.

Nízká výsledná hodnota tohoto ukazatele je odrazem chybného řízení podniku. Je žádoucí, aby tato výsledná míra byla co nejvyšší. Rentabilita tržeb nám udává, kolik Kč čistého zisku připadá na 1 Kč tržeb.

Dalším ukazatelem je ukazatel rentability nákladů, který se vypočte jako:

$$RN = \frac{EAT}{CN}, \quad (2.44)$$

kde  $RN$  je rentabilita nákladů a  $CN$  jsou celkové náklady.



Tento ukazatel nám udává, kolik Kč čistého zisku je získáno při vložení 1 Kč celkových nákladů. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla co možná nejvyšší, neboť to odráží dobré zhodnocení vložených nákladů.

### **Ukazatele likvidity**

Likvidita je obecně chápána jako schopnost podniku dostát svým závazkům v daný čas a v dané výši. Pomocí těchto ukazatelů lze zjistit jak rychle je firma schopna inkasovat peněžní prostředky od svých odběratelů a rovněž zda jsou jejich výrobky a zásoby prodejně.

Ukazatel celkové likvidity (*CL*) se vypočte jako poměr oběžných aktiv (*OA*) a krátkodobých závazků (*CZ kr.*) do nichž jsou zahrnuty krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé neúročené závazky z obchodního styku. Vypočte se tedy dle vztahu

$$CL = \frac{OA}{CZ\ kr.} \quad (2.45)$$

Jak tvrdí Dluhošová (2010), výše tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5. Výsledná hodnota by měla splňovat stabilní trend v čase a nemělo by docházet k prudkým výkyvům této hodnoty. Celková likvidita by se měla srovnávat s podniky s obdobnou povahou činností nebo průměrem za období. Nevýhodou tohoto ukazatele je, že veškerá oběžná aktiva nelze přeměnit na hotovost v krátkém čase. Výše výsledné hodnoty je rovněž ovlivněna způsobem ocenění zásob (např. metody LIFO, FIFO apod.). Rovněž není zohledněna z hlediska likvidity struktura oběžných aktiv a ani struktura krátkodobých dluhů z hlediska jejich splatnosti.

Při výpočtu ukazatele pohotové likvidity jsou v čitateli použita oběžná aktiva očištěna o zásoby (nejméně likvidní majetek), čímž je odstraněn nedostatek předcházejícího ukazatele. Od oběžných aktiv je vhodné odečíst pohledávky po splatnosti. Jak tvrdí Dluhošová (2010), celková výše pohotové likvidity by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele v čase rostla, neboť to evokuje zlepšující se finanční situaci podniku. Tento ukazatel se vypočte pomocí vzorce

$$PL = \frac{OA - Z\acute{a}.}{CZ\ kr.}, \quad (2.46)$$

kde *PL* je pohotová likvidita, *OA* jsou oběžná aktiva, *Zá.* jsou zásoby.

Ukazatel okamžité likvidity se vypočte jako poměr nejlikvidnějších aktiv, tedy pohotových platebních prostředků a krátkodobých závazků. Opět je žádoucí rostoucí trend v čase. Výpočet je následující

$$OL = \frac{PPP}{CZ\ kr.}, \quad (2.47)$$

kde  $OL$  je okamžitá likvidita,  $PPP$  jsou pohotové platební prostředky.

Mezi pohotové platební prostředky lze zařadit např. peníze v hotovosti, na účtech, směnky, šeky apod.

### **Ukazatele aktivity**

Tyto ukazatele jsou využívány pro řízení aktiv a jsou do nich zahrnovány doby obratu a obratovost tohoto majetku. Pomocí těchto ukazatelů lze zjistit, v jakých formách aktiv je relativně vázán kapitál podniku.

Prostřednictvím obrátky celkových aktiv je měřena intenzita využití celkových aktiv podniku. Vypočte se jako podíl tržeb a celkových aktiv (CA):

$$obrátka\ CA = \frac{tržby}{CA}. \quad (2.48)$$

Výsledná hodnota je uváděna v počtech obrátů za rok a je žádoucí, aby hodnota v čase rostla, čímž evokuje to, že je majetek efektivně využit.

Pomocí doby obratu aktiv je zjištěn počet dní, za které se aktiva přemění v tržby. Je žádoucí, aby tato doba byla co možná nejkratší. Vypočte se jako převrácená hodnota předchozího ukazatele:

$$doba\ obratu\ A = \frac{CA \cdot 360}{tržby}. \quad (2.49)$$

Prostřednictvím doby obratu zásob je vykazován počet dní, během nichž jsou zásoby vázány v podniku, do doby než jsou spotřebovány či prodány. Tento ukazatel lze stanovit následovně

$$doba\ obratu\ zásob = \frac{Zá. \cdot 360}{tržby}. \quad (2.50)$$

Pro podnik je pozitivní, pokud je tato doba co nejkratší.

S použitím doby obratu pohledávek je vypočten počet dní, za které jsou průměrně placeny faktury. Tento ukazatel je důležitý pro plánování peněžních toků a rovněž pro řízení pohledávek. Pro podnik je žádoucí, aby výsledný počet dní byl co nejkratší. Doba obratu pohledávek rovněž vypovídá o platební morálce firemních odběratelů. Lze ji vypočíst pomocí vzorce

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.51)$$

Pomocí doby obratu závazků je charakterizována doba, za kterou by měl podnik splatit své závazky vůči dodavatelům. Obecně je vyjádřena doba, po kterou byl dodavateli poskytnut obchodní úvěr. Rovněž vypovídá o platební kázni firmy. Výsledná hodnota by měla být v čase stabilní. Doba obratu závazků je stanovena pomocí vztahu

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.52)$$

Pravidlo solventnosti je spjato s předešlými dvěma ukazateli, které navzájem komparuje. Kvůli zachování finanční rovnováhy podniku by měla být doba obratu pohledávek kratší nežli doba obratu závazků. Pokud by toto pravidlo neplatilo, mohl by se podnik dostat do finanční tísně.

$$\text{Doba obratu závazků} > \text{doba obratu pohledávek}. \quad (2.53)$$

### **Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Pomocí finanční stability podniku je analyzován vztah mezi podnikovými aktivy a pasivy (zdroji jejich krytí).

Prvním ukazatelem je podíl vlastního kapitálu na aktivech, pomocí něhož je možné zjistit, zda je podnik dlouhodobě finančně stabilní. Výsledná hodnota je charakterizována mírou finanční samostatnosti podniku, tedy kolik je podnik schopen pokrýt majetku vlastními zdroji. Pro podnik je pozitivní rostoucí výsledná míra tohoto ukazatele, avšak příliš vysoká hodnota pro firmu není rovněž žádoucí, neboť může docházet ke snížení výnosnosti vloženého kapitálu. Vypočte se jako:

$$\text{podíl VK na } A = \frac{VK}{A}. \quad (2.54)$$

Dalším ukazatelem je stupeň krytí stálých aktiv, prostřednictvím něhož lze zjistit, zda jsou stálá aktiva kryta dlouhodobými zdroji, aby tomu tak bylo, měl by tento ukazatel dosahovat hodnoty nejméně 100 % (Dluhošová, 2010). Rovněž zde platí jako u předcházejícího ukazatele, že je žádoucí rostoucí hodnota. Pomocí tohoto indikátoru je poměřován dlouhodobý kapitál a stálá aktiva:

$$\text{stupeň krytí SA} = \frac{dl. \text{ Kap.}}{SA}, \quad (2.55)$$

kde  $SA$  jsou stálá aktiva a  $dl. \text{ Kap.}$  představuje dlouhodobý kapitál.

Majetkový koeficient neboli finanční páku lze vypočítat jako podíl aktiv a vlastního kapitálu:

$$\text{majetkový koeficient} = \frac{A}{VK}. \quad (2.56)$$

Prostřednictvím tohoto ukazatele je vyjádřeno jaká hodnota aktiv připadá na 1 Kč vlastního kapitálu, přičemž je žádoucí, aby tato výše byla v čase konstantní.

Ukazatel celkové zadluženosti se vypočte jako podíl cizího kapitálu ( $CZ$ ) a celkových aktiv ( $A$ ):

$$\text{ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{CZ}{A}. \quad (2.57)$$

Pomocí tohoto ukazatele je měřena zejména dlouhodobá zadluženost podniku. Výsledná hodnota by měla v čase klesat, neboť s rostoucí hodnotou tohoto ukazatele se zvyšuje věřitelské riziko. Zároveň je žádoucí, aby tato hodnota nebyla nulová, a zároveň je pro podnik pozitivní nízké zadlužení, poněvadž financování majetku z vlastních zdrojů je nákladné.

Dalším ukazatelem je úrokové krytí, které lze vypočítat jako

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}. \quad (2.58)$$

Vypovídá o tom, kolikrát je možno úroky financovat provozním ziskem. Pro podniky je žádoucí co nejvyšší výsledná hodnota tohoto ukazatele.

Úrokové zatížení se vypočte jako převrácená hodnota předcházejícího ukazatele, tedy:

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.59)$$

Na rozdíl od předešlého ukazatele, úrokové zatížení vypovídá o výši zisku (*EBIT*), kterou odčerpávají úroky. Je nutná kombinace tohoto ukazatele s výsledky rentability a výnosnosti.

### 2.3.3 Sestavení finančního plánu

Dalším krokem při ocenění podniku je sestavení komplexního finančního plánu, jenž je rovněž součástí podnikového plánu. Především je nutné tento plán stanovit, pokud je k ocenění použita některá z výnosových metod. Obsahem finančního plánu je rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow.

Základem finančního plánu jsou zejména tržby z prodeje produktů, zisková marže, provozní zisk, odhadovaná výše pohledávek, zásob, závazků, zamýšlené investice do dlouhodobého majetku, jenž je nezbytný k následnému chodu společnosti.

Pro komplexnost finančního plánu je nutné jej obohatit o plán financování, do něhož spadají informace o přijetí nových půjček, splátkách úvěru, je rovněž základem pro odhad nákladů kapitálu při určování diskontní míry. Následně je nutné plán obohatit o další méně významné položky jako jsou např. pohledávky, závazky, výnosové či nákladové položky. Dále by měly být do finančního plánu zahrnuty neprovozní data, do nichž jsou např. zařazeny investice do cenných papírů nebo zisky z prodeje majetku, které by měly být sice oceněny samostatně, avšak pokud by nebyly zařazeny do finančního plánu, mohlo by dojít ke zkreslení dat (např. podnik bude zamýšlet investici a rovněž bude chtít prodat nepotřebný majetek, přičemž kdyby nebyl zachycen ve finančním plánu, mohlo by to evokovat mylnou představu o tom, že podnik nebude schopen pokrýt případnou investici). Plán by měl být rovněž doplněn o zamýšlené výplaty dividend a podílů na zisku vlastníkům, který by měl být alespoň ve výši FCFE. Ve finále by mělo být dopočítáno celkové cash flow, nerozdělený zisk, ziskové fondy a hodnota dlouhodobého majetku.

Při sestavování finančního plánu je nutné celková aktiva rozdělit na provozně potřebná a nepotřebná. Aktiva, která přímo nesouvisí s hlavní činností podniku, by měla být oceněna samostatně. Je nutné tedy vyčlenit aktiva, ze kterých společnosti neplynou žádné příjmy nebo pouze jednorázové příjmy. Následně je nutné zjistit, zda s těmito aktivy, které nesouvisí s hlavním předmětem činnosti, zda s nimi nesouvisí výnosy či náklady, jestliže ano, je vhodné je z výsledku hospodaření vyloučit. Zpravidla by se následně mělo pokračovat s tzv. korigovaným provozním výsledkem hospodaření před odpisy, jenž se vypočte tak, že se od provozního výsledku hospodaření odečtou tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a následně přičte zůstatková cena tohoto majetku. Poté je odečtena daň a přičteny odpisy, čímž získáme korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy.

Rovněž je nutné stanovit plán tržeb oceňované společnosti na základě výsledků strategické analýzy. Následně je podíl určité položky na těchto tržbách použit pro predikci hodnot této položky.

Pro účely stanovení hodnoty podniku je rovněž potřebné stanovit plán čistého pracovního kapitálu, přičemž jeho výše se vypočte jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků (bankovní úvěry odečteny nebudou), dále bude odečteno časové rozlišení pasiv a přičteno časové rozlišení aktiv.

Plán investic by měl zahrnovat plán investic do dlouhodobého majetku a jeho odpisů a měl by vycházet z budoucích podnikových investičních plánů. Plán investic může být vypočten pomocí metody průměrného podílu investic na celkových tržbách oceňovaného podniku nebo tak, že se od hodnoty dlouhodobého majetku stanovené ke konci roku odečte výše dlouhodobého majetku ke konci předchozího roku a následně se k tomuto rozdílu přičtou odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku ke konci roku.

Plán odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku je možné stanovit prostřednictvím metody průměrného podílu této položky na celkových tržbách oceňované společnosti.

## **2.4 Analýza citlivosti**

Principem analýzy citlivosti je ohodnotit jak se změní výsledná hodnota, v našem případě hodnota podniku, pokud se změní jeden ze vstupních parametrů.

Souhrnný ukazatel lze vyjádřit jako funkce dílčích faktorů následovně:

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n). \quad (2.60)$$

Citlivost hodnoty firmy na dílčí faktory lze vyjádřit např. jednofaktorovou citlivostí firmy jako:

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = V_{1+\alpha}^{faktor} - V, \quad (2.61)$$

kde  $\alpha$  představuje relativní odchylku, která může nabývat hodnot kladných i záporných.

Pomocí dvoufázové metody DCF-Entity je hodnota podniku stanovena jako:

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.62)$$

Hodnota jednotlivých fází se určí následovně

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \left[ \frac{(tržby_t - NBOUr_t - ODP_t - Ur_t) \cdot (1-d) + ODP_t}{+ Ur_t \cdot (1-d) - \Delta\check{C}PK_t - INV_t} \right] \cdot (1+WACC)^{-t}, \quad (2.63)$$

$$V_2 = \frac{1}{WACC \cdot (1+WACC)^T} \cdot \left[ \frac{(tržby_{T+1} - NBOUr_{T+1} - ODP_{T+1} - Ur_{T+1}) \cdot (1-d) + ODP_{T+1}}{+ Ur_{T+1} \cdot (1-d) - \Delta\check{C}PK_{T+1} - INV_{T+1}} \right], \quad (2.64)$$

kde  $NBOUr$  představuje náklady bez odpisů a úroků,  $ODP$  jsou odpisy,  $Ur$  jsou úroky,  $\Delta\check{C}PK$  je změna čistého pracovního kapitálu a  $INV$  jsou investice.

### 3 Charakteristika společnosti Nestlé Česko s.r.o. a její analýza

V této kapitole jsou popsány základní údaje o společnosti a následně je provedena strategická a finanční analýza.

#### 3.1 Historie společnosti

Nestlé S.A. je mezinárodní společností se sídlem ve Vevey ve Švýcarsku, přičemž její historie sahá až do 19. století, kdy roku 1866 byl založen první evropský závod, jenž se specializoval na výrobu kondenzovaného mléka. O rok později Henri Nestlé, lékárník německého původu, uvádí na trh svou mléčnou moučku („*farine lactée*“), jež byla součástí dětské výživy pro kojence. Tímto chtěl Henri Nestlé ovlivnit v té době vysokou dětskou úmrtnost. Od roku 1867 je „*hnízdo*“ používáno jako logo společnosti.

Nestlé Česko s.r.o. je ovládanou společností koncernu Nestlé S.A. V roce 1890 byla grafická etiketa pro Nestlé's Kindermehl zapsána jako ochranná známka, přičemž výrobky byly prodávány až o dva roky později. V roce 1935 byla v Praze založena společnost Nestlé s.r.o. pro výrobu a prodej potravin, jejímž předmětem podnikání byla výroba a prodej sušeného mléka a dětské výživy v ČSR. První závod, jenž měl sídlo v Moravském Krumlově, byl uveden do provozu v roce 1936. Posléze zahájil svou činnost nový závod se sídlem v Hlinsku, spolu s ním byla vybudována železniční stanice. Poté kvůli znárodnění průmyslu bylo podnikání této firmy přerušeno. V roce 1992 došlo k založení distribuční společnosti Nestlé Food s.r.o., jež nabízela výrobky jako rozpustnou kávu Nescafé, kojeneckou výživu a výrobky značky Maggi. V tomto roce byly díky privatizaci Čokoládovny vybudovány značky cukrovinek jako Deli, BON-PARI, Hašlerky, Orion či JOJO. V tomto období se společnost stala nejvýznamnějším zahraničním investorem. Od roku 2001 vzniklo, spojením Nestlé Food a Nestlé Čokoládovny, Nestlé Česko s.r.o. V roce 2006 byla založena divize Nespresso, pomocí níž jsou na trh uváděny prémiové kávové systémy. Od roku 2011 na trhu působí divize Nestlé Health Science, jejímž smyslem je řešení zdravotních problémů a snížení výskytu chronických obtíží.

#### 3.2 Základní údaje o společnosti

Společnost Nestlé Česko s.r.o. byla do obchodního rejstříku zapsána 18. června 1992 a je řazena mezi největší potravinářské výrobce a distributory na území České a Slovenské republiky. V současné době zaměstnává 2 800 pracovníků. Mezi hlavní podnikatelské činnosti lze zařadit, pekařství, cukrářství, hostinská činnost, výroba a obchod. Mimo jiné rovněž nabízí



služby, respektive pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor. Bližší informace o této společnosti jsou uvedeny v Tab. 3.1.

**Tab. 3.1 Základní údaje o společnosti**

Obchodní firma:	Nestlé Česko s.r.o.
Datum zápisu:	18. června 1992
Sídlo:	Praha 4 – Modřany, Mezi vodami 2035/31, PSČ 143 20
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Statutární orgán:	Jednatel: Torben Emborg
Prokura:	Katarzyna Malgorzata Choińska
Základní kapitál:	300 000 000 Kč
Společníci:	Nestlé S.A. (100% podíl)
Předmět podnikání:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence</li> <li>- pekařství, cukrářství</li> <li>- hostinská činnost</li> <li>- výroba, obchod a služby uvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona</li> </ul>
Předmět činnosti:	Pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor

*Zdroj: výpis z obchodního rejstříku, Výroční zpráva 2015 Nestlé Česko s.r.o.*

V současnosti jsou na území České republiky v provozu dva závody. Prvním je Závod Zora, jenž má sídlo v Olomouci a jeho hlavní činností je výroba čokoládových výrobků značky Orion. Následně závod Sfínx se sídlem v Holešově je zaměřen na výrobu nečokoládových produktů, mezi ně lze zařadit značky JOJO, BON-PARI, Hašlerky, Lentilky a jiné.

### 3.3 Strategická analýza společnosti

Cílem této podkapitoly je provedení strategické analýzy. Nejprve je vypracována analýza vnějšího potenciálu pomocí PEST analýzy, poté je analyzován vnitřní potenciál podniku, který je zaměřen na přímé okolí společnosti.

### 3.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

Analýza vnějšího potenciálu je provedena pomocí PEST analýzy, která zahrnuje politickou situaci, ekonomické, sociální a technologické faktory.

Společnost Nestlé Česko působí v potravinářském průmyslu a vyrábí především sladkosti všeho druhu. Působí na celém území České republiky. Hlavními zákazníky jsou velkoobchodní a maloobchodní prodejny, přes které tyto výrobky putují ke konečnému spotřebiteli. Cíloví zákazníci jsou všichni spotřebitelé bez ohledu na věk. Nestlé vyrábí širokou škálu výrobků, od kojenecké a dětské výživy až po kávové a nápojové kapsle pro dospělé a rovněž zastřešuje značky jako např. PURINA – PRO PLAN, FRISKIES A FELIX, které jsou zaměřeny na majitele domácích mazlíčků.

#### a) Politická situace

Společnost Nestlé Česko je rovněž ovlivňována politickou situací ČR, neboť poměrně časté střídání politických stran, může mít za následek změny v legislativě. Na druhou stranu je Česká republika poměrně stabilní země, demokratická a rovněž bezpečná. Plyne do ní také hodně zahraničních investic a zajišťuje poměrně stabilní podmínky pro firmy. Podniky rovněž ovlivňuje sazba daně z příjmů právnických osob, která je již od roku 2010 stabilní ve výši 19 % a během sledovaného období docházelo k jejímu poklesu, viz Tab. 3.2.

**Tab. 3.2 Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob**

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sazba daně	26 %	24 %	24 %	21 %	20 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %

Zdroj: [www.danarionline.cz](http://www.danarionline.cz)

#### b) Ekonomické faktory

Dále na vývoj firmy působí ekonomické faktory, do nichž lze zařadit makroekonomické ukazatele jako je hrubý domácí produkt ČR (dále jen HDP), míra inflace apod. Podle údajů uveřejněných na stránkách ČNB by mělo meziroční tempo růstu reálného HDP dosahovat výše 2,4 % v roce 2016, 2,8 % v roce 2017 a 2,8 % v roce 2018 (tyto hodnoty jsou brány jako střed mezi optimistickou a pesimistickou variantou, viz Tab. 3.3). Podle informací Ministerstva financí došlo v minulém roce k zpomalení ekonomického růstu ČR a to především kvůli poklesu čistého vývozu a reálné hrubé přidané hodnoty, tyto události

jsou považovány jako jednorázové a proto vedou ke zvýšení odhadu růstu reálného HDP za rok 2016 z 2,4 na 2,5 %. V roce 2017 má dojít k růstu tvorby hrubého fixního kapitálu, postupně má rovněž docházet k čerpání fondů EU, což by mělo podpořit vládní i soukromé investice a tím i růst HDP. Tato situace je příznivá obecně pro vývoj firem, tedy i analyzovaného podniku.

**Tab. 3.3 Meziroční tempo růstu reálného HDP**

Rok	2016	2017	2018
meziroční tempo růstu reálného HDP	2,4 %	2,8 %	2,8 %

*Zdroj: Česká národní banka*

Důležité je rovněž sledování vývoje míry inflace, která během posledních let značně kolísala, přičemž v posledních třech letech (viz Tab. 3.4) nepřesáhla výši 1 %. Rovněž je z tabulky patrné, že během sledovaného období míra inflace nedosahovala záporných hodnot, tudíž nedošlo k deflaci. Od listopadu roku 2013 dochází k devizové intervenci ČNB, která si kladla za cíl ovlivnit kurz domácí měny (oslabit ji nad hranici 27 Kč za euro) a dosažení inflačního cíle. Toto mělo podpořit především exportní firmy, na druhou stranu řada firem naopak suroviny dováží, které jsou pro ně kvůli těmto opatřením dražší. Kromě toho by to mělo podpořit koupěschopnost domácích výrobků a služeb. Nestlé Česko s.r.o. tato skutečnost rovněž ovlivňuje, neboť podíl exportu na celkové výrobě byl vyšší než 50 % v roce 2015. V letech 2014 a 2015 došlo ke snížení inflace z důvodu výrazného poklesu cen ropy na světových trzích a tím i cen pohonných hmot. V roce 2016 dochází k jejímu nárůstu především v důsledku zvýšení cen v oddílech potravin a nealkoholické nápoje, stravování a ubytování a doprava.

**Tab. 3.4 Vývoj míry inflace (roční klouzavý průměr)**

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Míra inflace	1,9 %	2,5 %	2,8 %	6,3 %	1 %	1,5 %	1,9 %	3,3 %	1,4 %	0,4 %	0,3 %	0,7 %

*Zdroj: ČNB (Databáze časových řad ARAD)*

### c) Sociální faktory

V posledních letech se sociální situace v ČR poměrně zlepšuje. Na základě údajů v Tab. 3.5 lze konstatovat, že dochází ke snižování obecné míry nezaměstnanosti, dále ke

zvyšování průměrné mzdy a rovněž mzdy minimální. Nestlé Česko s.r.o. patří mezi velké zaměstnavatele a zaměstnává více než 2 800 zaměstnanců v ČR a na Slovensku.

**Tab. 3.5 Vývoj vybraných sociálních faktorů v České republice**

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Obecná míra nezaměstnanosti</b>	4,90 %	4,70 %	7,50 %	7 %	6,60 %	7,20 %	6,80 %	5,90 %	4,50 %	3,60 %
<b>Průměrná mzda (v Kč)</b>	20386	22021	22449	23283	23867	24400	24534	25261	25899	27000
<b>Minimální mzda (v Kč)</b>	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8500	9200	9900

*Zdroj: Český statistický úřad, MPSV*

Tato příznivá ekonomická a sociální situace země značně ovlivňuje spotřební preference obyvatelstva. Potravinářský průmysl je necyklické odvětví, pro něž je typická nízká citlivost poptávky, i přesto lze vypožorovat v roce 2015 mírný pokles spotřeby kakaových výrobků, nečokoládových cukrovinek (do nichž můžeme zařadit některé druhy bonbonů) a rovněž cukrářských výrobků, viz Tab. 3.6 (spotřeba potravin je uvedena za jeden rok na jednoho obyvatele v kg). Český statistický úřad zveřejnil informace o tom, že v roce 2016 došlo k růstu spotřeby potravin, zejména pak mléčných výrobků.

**Tab. 3.6 Spotřeba vybraných potravin za 1 obyvatele za rok (v kg)**

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Kakaové výrobky</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>
čokoláda	1,9	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,7	2,7	2,6
čokoládové cukrovinky	3,3	3,6	3,8	3,8	3,8	4,0	3,9	3,8	3,6
kakaový prášek	0,5	0,5	4,0	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>Nečokoládové cukrovinky</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>
<b>Cukrářské výrobky</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>

*Zdroj: Český statistický úřad*

Nově se mezi obyvateli rozmohl trend zdravého životního stylu, přičemž i ten je společností Nestlé podporován, např. programem Nestlé Healthy Kids, jehož základem je vzdělávání dětí ve školách v oblasti výživy a zdraví. Dále zde můžeme zařadit Projekt Plus, který je zaměřen převážně na komunikaci z veřejností, přičemž poskytuje informace o složení a nutričních hodnotách výrobků této společnosti.

#### **d) Technologické faktory**

Pro firmy jsou obecně v dnešní době velmi důležité technické inovace, neboť ty se rapidně posouvají dopředu. Moderní technologie jsou základem pro snižování nákladů, zvyšování prosperity společnosti a její konkurenceschopnosti. Společností Nestlé Česko s.r.o. je investováno, podle výroční zprávy z roku 2015, do Nové lící hlavy – zátěru, Temperovacího stroje TT 3400 D, Nerezového zásobníku 15 t a Parovodu VS16 – VS17 v závodě Zora Olomouc.

#### **3.3.2 Analýza vnitřního potenciálu**

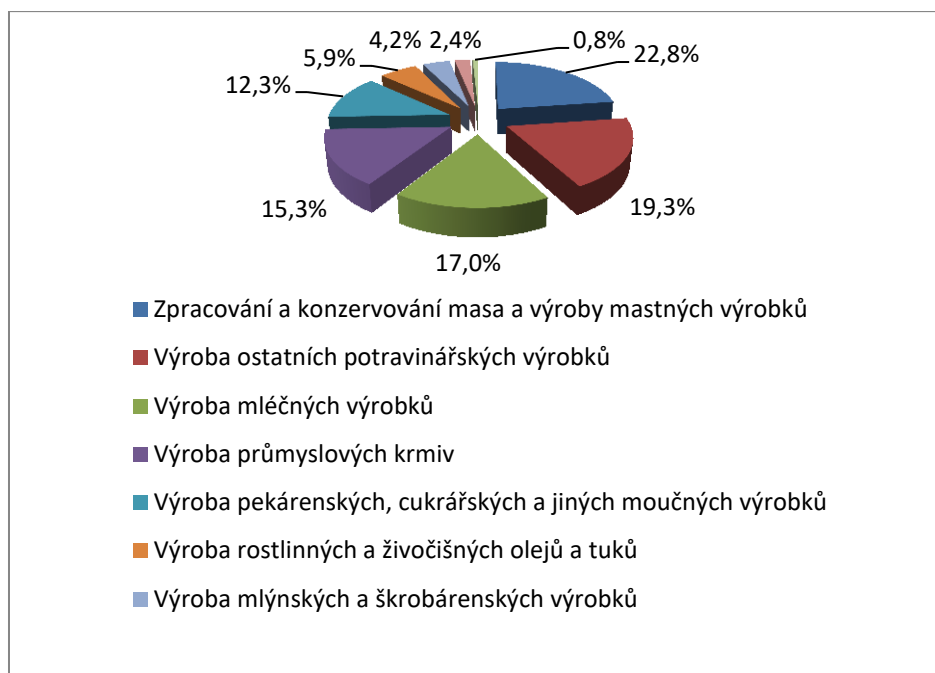
Cílem analýzy vnitřního potenciálu je zanalyzování přímého okolí společnosti, přičemž je charakterizováno odvětví, ve které firma působí, konkurence, případná potenciální konkurence, její dodavatele, kupující a substituční výrobky.

##### **a) Charakteristika odvětví**

Společnost Nestlé Česko s.r.o. se podle svého předmětu podnikání řadí do odvětví potravinářského. Podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) ji lze zařadit do dvou základních skupin a to do *výroby potravinářských výrobků (CZ-NACE 10)* a *výroba nápojů (CZ-NACE 11)*.

Potravinářské odvětví se nachází na pátém místě, co se týče největších zaměstnavatelů v celkovém zpracovatelském průmyslu, do něhož je potravinářský průmysl řazen. Na celkovou skupinu CZ-NACE 10 měl největší podíl z hlediska tržeb zpracování a konzervování masa a výroby mastných výrobků s podílem 22,8 % (viz Graf 3.1), dále to byla výroba ostatních potravinářských výrobků s podílem 19,3 %, do něhož se řadí výroba kakaa, čokolády a cukrovinek, což je typické pro firmu Nestlé Česko s.r.o.

**Graf 3.1 Podíly skupin na oddílu CZ-NACE 10 v roce 2015 podle tržeb za prodej vlastních výrobků v %**



*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací Ministerstva zemědělství (Panorama potravinářského průmyslu 2015)*

#### **b) Konkurence v odvětví**

Obecně potravinářský průmysl je velmi rozsáhlým odvětvím, ve kterém působí velký počet konkurenčních firem. Podle informací Ministerstva průmyslu a obchodu v tomto odvětví je zaměstnáno 86 tis. osob, což tvoří 7,8 % celkového zpracovatelského průmyslu.

V potravinářském průmyslu se vyskytují nadnárodní společnosti, do nich lze zařadit analyzovaný podnik, spolu s velkým množstvím malých firem, které nejsou tolik konkurenceschopné. Největším konkurentem Nestlé je bezpochyby koncern Mondeléz International, mezi jejichž výrobky lze zařadit např. Halls, Oreo, Milka, Deli, Figaro, Kolonáda, Jacobs a další. Dále významným konkurentem je také společnost Mars Inc., která zastřešuje značky jako např. Mars, Snickers, Twix, Bounty, Milky Way, Orbit, Winterfresh, Skittles, Pedigree, Whiskas, Sheba apod. Tato společnost rovněž konkuruje firmě Nestlé v potravinách pro domácí mazlíčky. Co se týče kojenecké výživy, tak v této oblasti jsou konkurenčními firmami např. Hamé, Hipp či Hero (která zastřešuje značky jako např. Sunar, Sunárek, Corny apod.). Co se týče instantních produktů, tak hlavním konkurentem firmy Nestlé Česko je bezpochyby Vitana.

### **c) Potenciální konkurence**

Potravinářský průmysl je v dnešní době poměrně přesycen, proto není vysoká pravděpodobnost vstupu dalších firem, jež by nadnárodní společnost Nestlé Česko s.r.o. nějak ohrozily. Muselo by se v tomto případě jednat o další nadnárodní společnost či malý podnik se silným podílem na trhu (mohl by mít např. výhodu v technologiích apod.), avšak tato skutečnost je málo pravděpodobná. Větší hrozbou s vyšší pravděpodobností by pro analyzovanou firmu mohla být fúze či akvizice konkurenčních velkých podniků či konkurenčních nadnárodních společností.

### **d) Dodavatelé**

Společnost Nestlé Česko s.r.o. podporuje České i Slovenské dodavatele, neboť od těchto domácích zpracovatelů odebírá každoročně cukr (cca 100 %), mléko a mléčné suroviny (cca 90 %), mlynářské výrobky, těstoviny (cca 40 %), sůl apod. Rovněž nakupuje v tuzemsku a na Slovensku obalový materiál (cca 100 %). Firma Nestlé Česko s.r.o. každoročně vynaloží na suroviny a materiál více než 4 mld. Kč, přičemž z toho cca 40 % inkasují tuzemští dodavatelé.

### **e) Kupující**

Produkty jsou především prodávány přes obchodní řetězce, které vytváří tlak na ceny a společnosti jsou nuceny se jim přizpůsobovat. Výrobky jsou také expedovány do zahraničí, přičemž v roce 2015 dosáhl zisk z exportovaných výrobků 3,1 mld. Kč, což tvoří více než polovinu celkové výroby.

### **f) Substituční výrobky**

Vzhledem k velkému počtu konkurentů v odvětví vede k tomu, že společnost Nestlé Česko s.r.o. má řadu substitučních výrobků, přičemž je velice složité se odlišit. Pokud by analyzovaná firma chtěla konkurovat dalším firmám, měla by mít dobře vyvinutý marketing a image značky i povědomí o firmě samotné. Společnost Nestlé Česko s.r.o. zvyšuje povědomí o této značce reklamami, určitými projekty ve školách i pro širokou veřejnost apod. Značným problémem je i distribuce produktů, které jsou prodávány prostřednictvím obchodních řetězců, kde jsou většinou konkurenční výrobky vystavovány vedle sebe, proto se vysoce začínají rozmáhat tzv. privátní značky.

### **3.4 Finanční analýza podniku**

V této podkapitole je provedena finanční analýza. Nejprve je vypracována vertikálně-horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, přičemž výsledné hodnoty jsou uvedeny v Přílohách 3, 4, 5 a 6. Na závěr je provedena poměrová analýza společnosti.

#### **3.4.1 Vertikálně-horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty**

V této podkapitole je provedena vertikálně-horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za posledních pět let, respektive od roku 2011 do roku 2015. Výchozí informace jsou převzaty z účetních výkazů uvedených v Příloze 1 a v Příloze 2.

Horizontální analýza aktiv a pasiv je vložena do Přílohy 3 a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v Příloze 4. Kompletní rozbor struktury rozvahy je zachycen v Příloze 5 a výkaz zisku a ztráty v Příloze 6

Veškeré změny jsou vypočteny jak v absolutním, tak v relativním vyjádření pomocí vzorců 2.37 a 2.38, jež jsou uvedeny v podkapitole 2.3.2. Pro vertikální analýzu byl použit vzorec 2.39.

#### **Vertikálně-horizontální analýza celkových aktiv**

Během sledovaného období na strukturu aktiv měla největší vliv oběžná aktiva, která byla vždy nad hodnotou 50 %, v posledním roce dokonce dosáhla výše více než 63 % (viz Graf 3.2). Oběžná aktiva byla především tvořena krátkodobými pohledávkami, jejichž podíl osciloval kolem hodnoty cca 43 %. Největší položkou jsou bezpochyby pohledávky z obchodních vztahů, jejichž hodnota se pohybovala v intervalu od 20 % do 25 %. V posledním roce došlo k nárůstu podílu oběžných aktiv na celkových aktivech až na hodnotu zhruba 63 %. Vysoký podíl oběžných aktiv byl ovlivněn opět krátkodobými pohledávkami, přesněji položkou pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba, jejichž podíl je ve výši 25 % a dále již zmíněnými pohledávkami z obchodních vztahů, jejichž podíl na oběžných aktivech je necelých 21 %.

V Grafu 3.2 je zobrazen rovněž vývoj celkových aktiv (resp. pasiv), který během sledovaného období poměrně kolísal. Výsledné hodnoty během tohoto období vždy přesahovaly výši čtyř miliard Kč. V prvních dvou letech celková aktiva rostla, zejména kvůli navýšení dlouhodobého majetku o cca 64 mil. Kč, především došlo ke zvýšení dlouhodobého hmotného majetku zhruba o 48 mil. Kč, neboť došlo k navýšení položky nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku o zhruba 84 %. Tato položka byla nejvíce ovlivněna

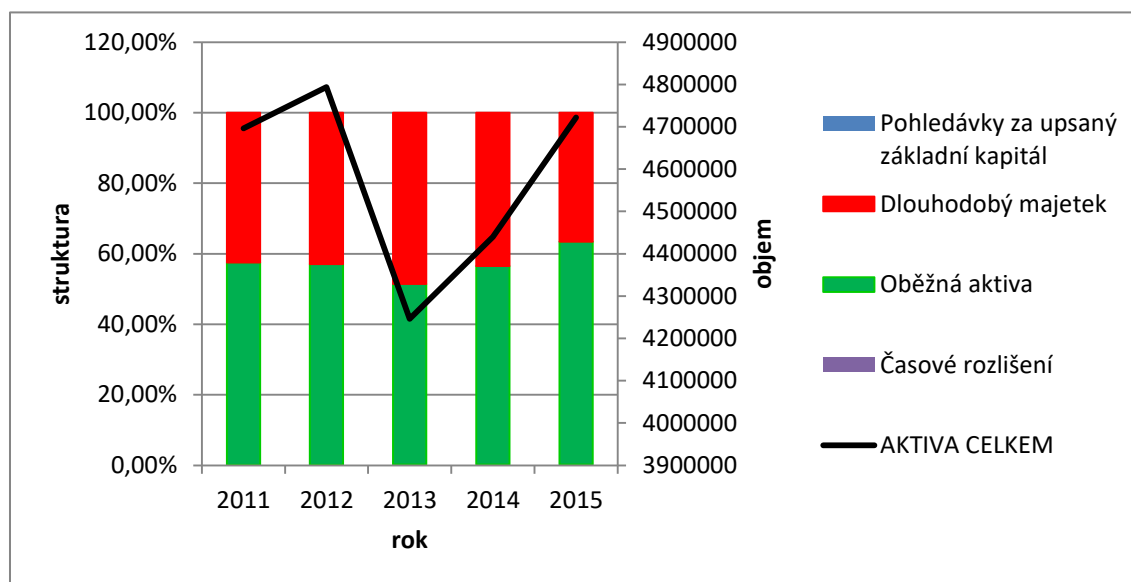


nedokončenými projekty Lotto (pořízení linky na výrobu čokoládových výrobků v závodě Zora Olomouc) a Mogul (rozšíření výroby želatinových výrobků v závodě Sfinx).

V roce 2013 došlo k prudkému snížení celkových aktiv o více než 11 % (v absolutním vyjádření tato změna činila cca 548 mil. Kč) v důsledku poklesu oběžných aktiv o 550 mil Kč. Příčinou bylo splacení krátkodobých pohledávek vůči ovládané nebo ovládající osobě.

V posledních dvou letech opět dochází k růstu aktiv až na hodnotu 4,7 mld. Kč v roce 2015, přičemž nárůst oproti předchozímu roku činil přibližně 282 mil. Kč, zejména však došlo k navýšení krátkodobých pohledávek relativně o 16 %, především položky Pohledávky - ovládaná a ovládající osoba (zvýšení o cca 285 mil. Kč).

**Graf 3.2 Vertikálně-horizontální analýza celkových aktiv**



*Zdroj: vlastní zpracování*

### Vertikálně-horizontální analýza celkových pasiv

Na velikost celkových pasiv mají největší vliv cizí zdroje. Podíl cizího kapitálu na celkových pasivech se během sledovaného období stále zvyšoval, přičemž v posledních dvou letech dosahoval hodnoty převyšující 84 %, viz Graf 3.3.

Cizí zdroje byly převážně tvořeny krátkodobými závazky, především pak závazky vůči dodavatelům.

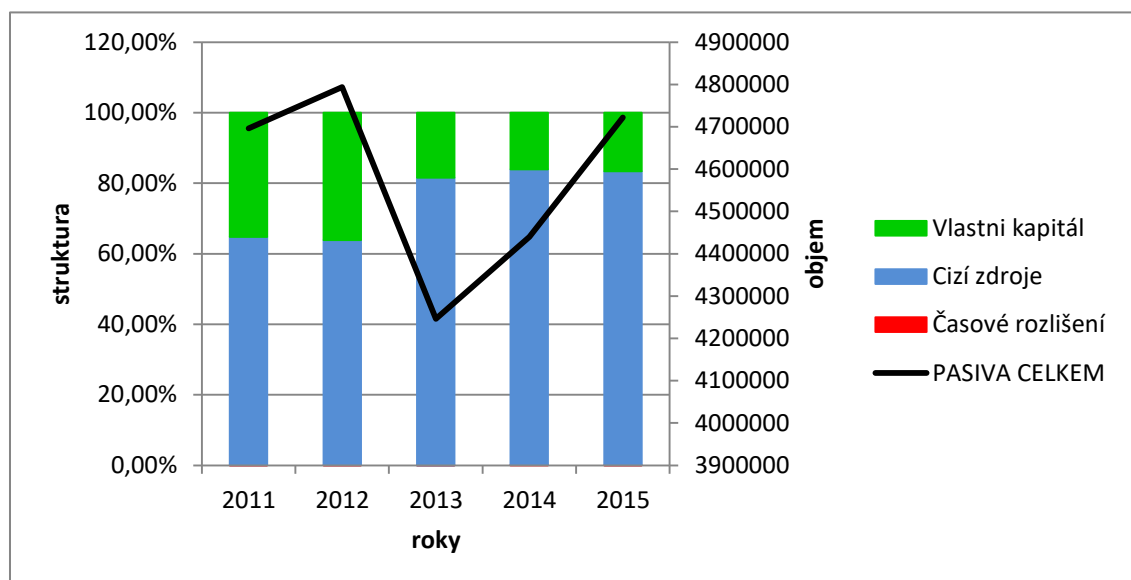
Vývoj pasiv je shodný s vývojem celkových aktiv. Mezi lety 2011 až 2012 došlo k nárůstu pasiv o zhruba 98 mil. Kč, zejména kvůli více než stoprocentnímu zvýšení položky

oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků, neboť došlo ke změně reálné hodnoty derivátů.

V následujícím roce byla skokově snížena celková hodnota pasiv na výši cca 4,2 mld. Kč. Příčinou byl pokles základního kapitálu o 854 mil. Kč především kvůli vyplacení této částky společníkovi prostřednictvím cash-poolingového účtu.<sup>1</sup>

Mezi lety 2014 a 2015 došlo k nárůstu pasiv o cca 283 mil. Kč (relativní změna činila 6,37 %), což bylo důsledkem zvýšení především krátkodobých závazků o 186 mil. Kč. Nejvíce se zvýšila položka – Dohadné účty pasivní, u kterých došlo k nárůstu o 35,48 %, byly zejména tvořeny bonusy klíčovým zákazníkům, dále nevyfakturovanými přepravními náklady a energiemi.

**Graf 3.3 Vertikálně-horizontální analýza celkových pasiv**



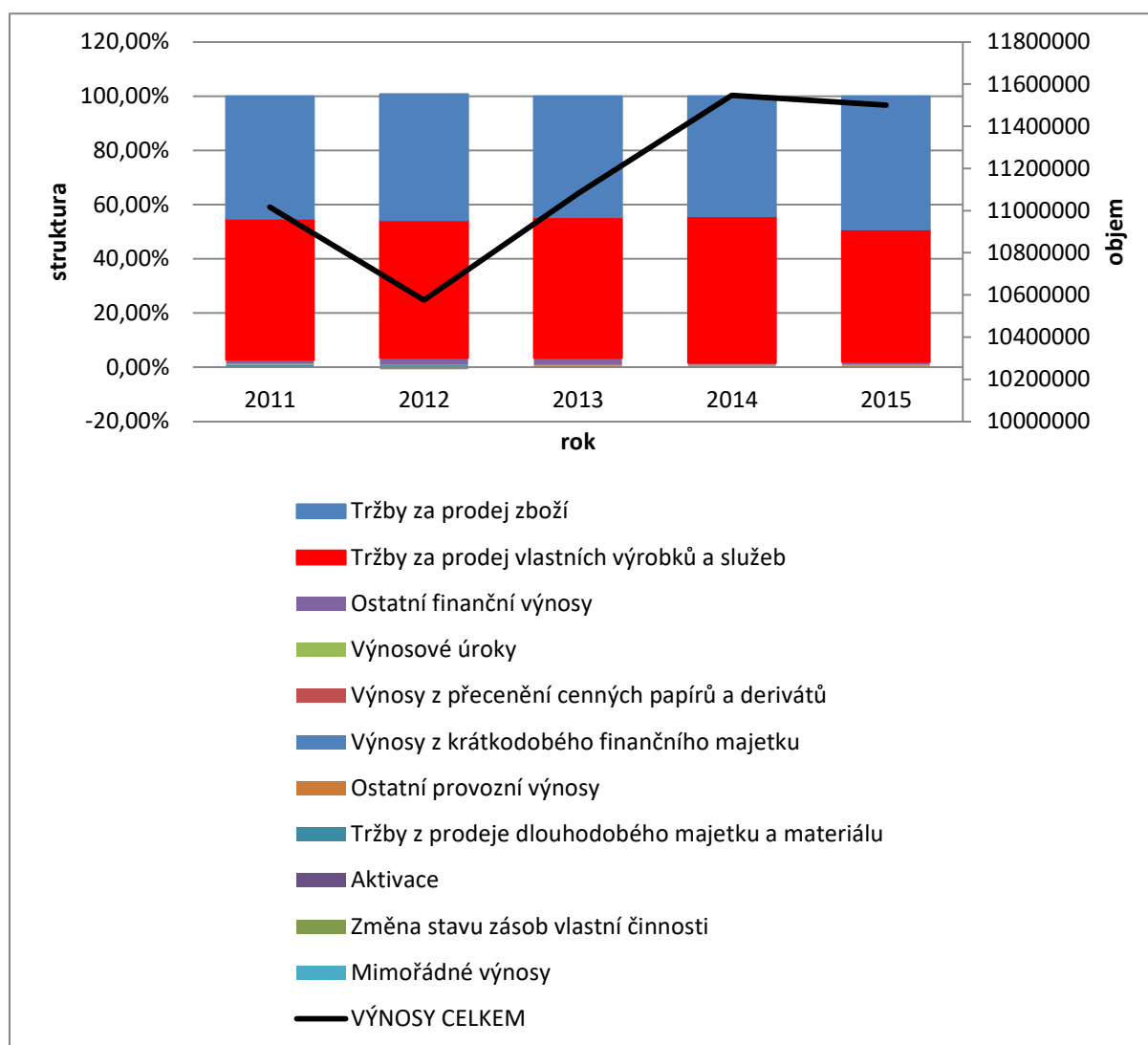
*Zdroj: vlastní zpracování*

### Vertikálně-horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Z výsledků vertikální analýzy je patrné, že celkové výnosy jsou tvořeny převážně z tržeb za prodej zboží a vlastních výrobků a služeb, což koresponduje s předmětem podnikání, viz Graf 3.4. Tyto dvě položky tvoří celkem více než 97 % celkových výnosů firmy.

<sup>1</sup> Principem **cash-poolingu** je konsolidace zůstatků (kladných i záporných) na podnikových účtech, které jsou umístovány na tzv. master účet u mateřské společnosti, z něhož je možné krýt případné deficity jiných účtů, přičemž nezatěžuje podniky případnými úroky z kontokorentních úvěrů. ([www.firmy.finance.cz](http://www.firmy.finance.cz))

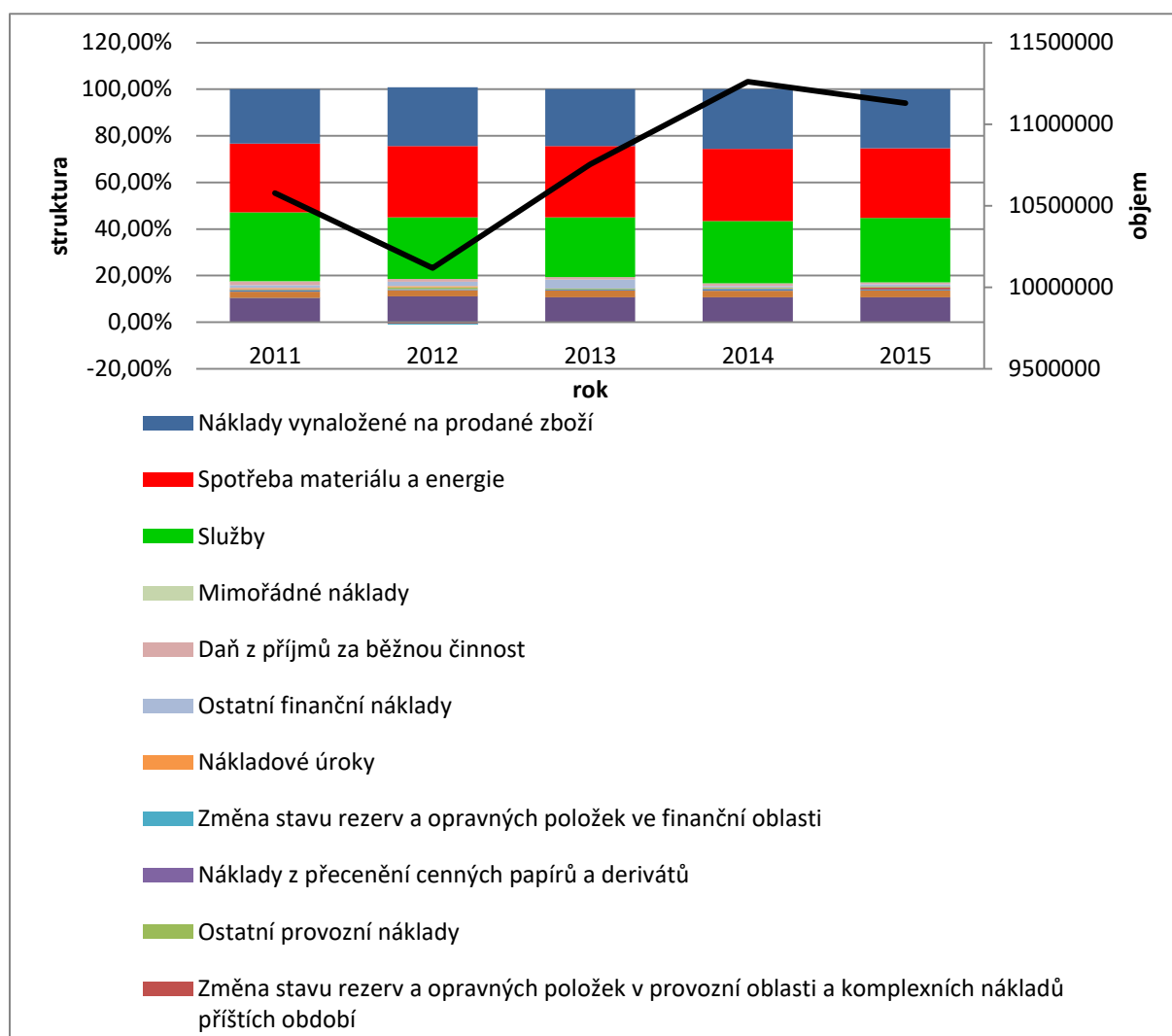
**Graf 3.4 Vertikálně-horizontální analýza celkových výnosů**



*Zdroj: vlastní zpracování*

Celkové náklady podniku jsou tvořeny spotřebou materiálu a energie, náklady vynaložené na prodané zboží a na služby (viz Graf 3.5). Podíly těchto položek na celkových nákladech se během sledovaného období pohybovaly poměrně stabilně a oscilovaly kolem hodnoty 27 %. Osobní náklady tvořily rovněž významnou položku celkových nákladů, jejichž hodnota se během analyzovaného období pohybovala kolem 10 % a byly především tvořeny mzdovými náklady.

**Graf 3.5 Vertikálně-horizontální analýza celkových nákladů**



*Zdroj: vlastní zpracování*

Obchodní marže v prvních třech letech udržovala mírně klesající tendenci, což bylo způsobeno především růstem nákladů na prodané zboží, které nebylo doprovázeno odpovídajícím růstem tržeb za prodané zboží, což bylo především způsobeno opatrnou spotřebitelskou poptávkou.

Během analyzovaného období provozní výsledek hospodaření dodržuje mírně klesající tendenci. Mezi lety 2011 a 2012 došlo ke snížení výkonové spotřeby meziletočně o 468 mil. Kč, především poklesla položka – Služby o více než 444 mil. Kč, což mohlo být způsobeno nárůstem nákladů na reprezentaci, cestovné, opravy a udržování. V následujícím roce došlo k mírnému růstu provozního výsledku hospodaření o necelé 3 %, důvodem byl nárůst výkonů o 450 mil. Kč, zejména pak tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, které meziletočně vzrostly o více než 7 %. Následně došlo opět k poklesu provozního výsledků

hospodaření meziročně o 22 %, což bylo způsobeno především snížením obchodní marže o zhruba 95 mil. Kč (náklady vynaložené na prodané zboží se meziročně zvýšily o 10 %). V posledních dvou letech hodnota provozního výsledku hospodaření vzrostla o necelé 2 %, přičemž došlo ke zvýšení položky - Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období o 2023 %.

V prvních třech letech analyzovaného období došlo k prudkému snížení finančního výsledku hospodaření až na výši mínus 118 mil. Kč (v roce 2013), přičemž došlo ke snížení výnosových úroků meziročně až o 99 %. V posledních dvou letech opět dochází k růstu finančního výsledku hospodaření, mezi lety 2014 a 2015 vzrostl cca o 351 %. Toto enormní zvýšení bylo způsobeno nárůstem hodnoty ostatních finančních výnosů o zhruba 62 mil. Kč.

Výsledek hospodaření za účetní období mezi lety 2011 a 2012 mírně vzrostl o 4 %, přičemž byl nejvíce ovlivněn finančním výsledkem hospodaření, neboť došlo k nárůstu ostatních finančních výnosů o 64 %. V dalších letech dochází ke snížení čistého zisku až na hodnotu 285 mil. Kč (v roce 2013). Mezi lety 2012 až 2013 byl tento pokles způsoben především snížením finančního výsledku hospodaření, přesněji dochází k převýšení nákladových úroků nad výnosovými úroky a ostatních finančních nákladů nad ostatními finančními výnosy. Mezi lety 2013 až 2014 bylo toto snížení zapříčiněno zejména provozním výsledkem hospodaření, přičemž došlo k poklesu přidané hodnoty meziročně zhruba o 54 mil. Kč. V posledních dvou letech dochází k růstu, jenž je zapříčiněn zvýšením finančního výsledku hospodaření o 351 %, přesněji pak položkou ostatní finanční výnosy, které vzrostly oproti předchozímu roku o 97 %.

### **3.4.2 Poměrová analýza společnosti**

Tato kapitola je zaměřena na zhodnocení výsledků poměrové analýzy, do níž jsou řazeny ukazatele rentability, aktivity, likvidity a ukazatele finanční stability a zadluženosti.

#### **Ukazatele rentability**

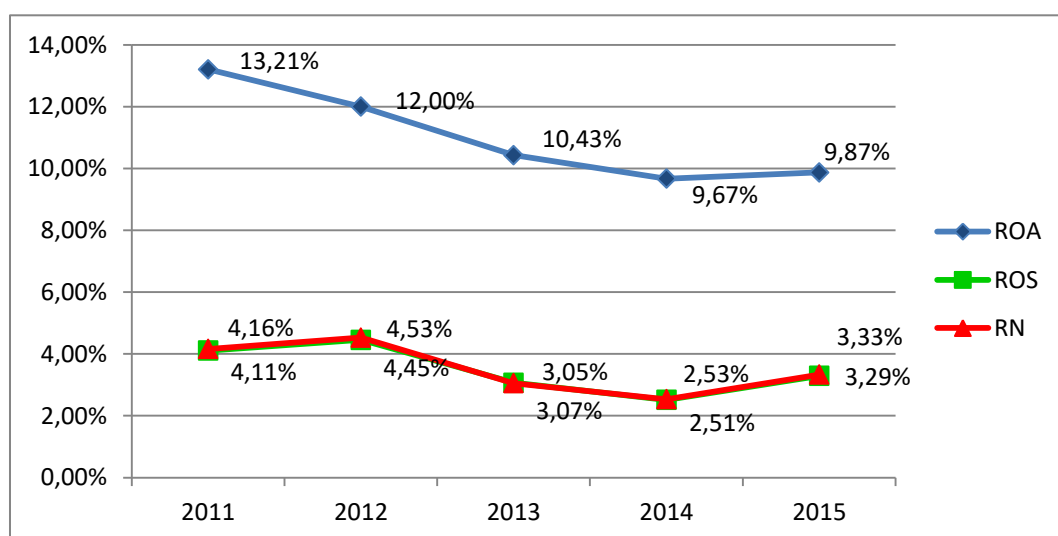
Hodnoty ukazatelů rentability jsou vykazovány v kladných hodnotách, přičemž lze konstatovat, že v podniku je generován zisk, viz Graf 3.6 a Graf 3.7.

Z Grafu 3.6 je patrné, že vývoj výsledných hodnot ukazatele rentability aktiv je v čase klesající, až na rok 2015, ve kterém dochází k mírnému růstu. Tento vývoj byl nejvíce ovlivněn ziskem před úroky a daněmi (EBIT), který rovněž v prvních čtyřech letech klesal a v posledním roce opět dochází k mírnému růstu tohoto zisku.

Následně lze vypočítat poměrně totožný vývoj ukazatelů rentability tržeb a rentability nákladů. Výsledné hodnoty těchto ukazatelů se pohybují v intervalu od 2 do 5 %. Tyto nízké hodnoty jsou především způsobeny, např. u ukazatele rentability tržeb, relativně nízkou hodnotou zisku před úroky a daněmi a naopak vysokou výší tržeb během analyzovaného období. Nízké hodnoty tohoto ukazatele mohou odrážet chybné řízení firmy.

Nízká úroveň ukazatele rentability nákladů může evokovat špatné zhodnocení vložených nákladů. Nízká výše tohoto ukazatele je opět způsobena vysokou hodnotou nákladů a naopak nízkou výší čistého zisku (EAT).

**Graf 3.6 Vývoj výsledných hodnot ukazatelů rentability (ROA, ROS, RN)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

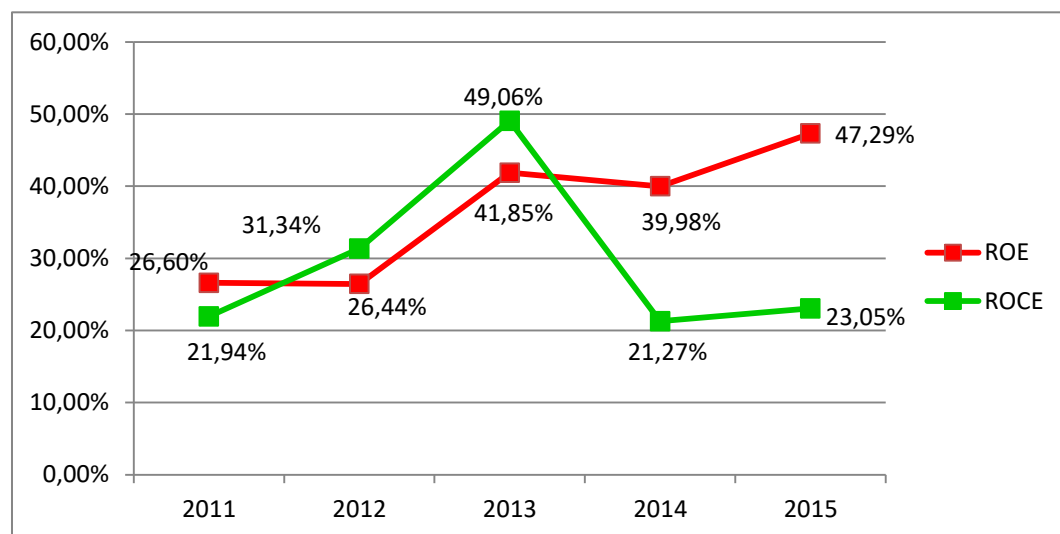
Na následujícím Grafu 3.7 lze vidět vývoj ukazatelů rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentability dlouhodobých zdrojů (ROCE).

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů má žádoucí vzrůstající tendenci pouze v prvních třech letech sledovaného období, což odráží efektivní zhodnocení dlouhodobého vloženého kapitálu bez ohledu, odkud tyto zdroje pochází. Zlom nastává v roce 2013, kdy došlo k prudkému snížení výsledku hospodaření před úroky a daněmi a naopak k náhlému nárůstu dlouhodobého kapitálu, což snížilo hodnotu celkového ukazatele.

Dalším často pozorovaným ukazatelem je rentabilita vlastního kapitálu, která podává informace o zhodnocení vlastních zdrojů, což především zajímá vlastníky podniku. Z Grafu 3.7 je patrné, že tento ukazatel dosahuje poměrně vysokých hodnot a zároveň jeho vývoj je

v čase rostoucí, což je žádoucí stav. Vysoká výše tohoto ukazatel je především způsobena narůstající hodnotou vlastního kapitálu v čase.

**Graf 3.7 Vývoj výsledných hodnot ukazatelů rentability (ROE, ROCE)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

### Ukazatele aktivity

V Tab. 3.7 je zachycen přehled výsledných hodnot ukazatelů aktivity mezi lety 2011 až 2015.

**Tab. 3.7 Přehled výsledných hodnot ukazatelů aktivity**

UKAZATEL/ROKY	2011	2012	2013	2014	2015	JEDNOTKY
Obrátka celkových aktiv	2,28	2,14	2,52	2,56	2,39	počet obrátů/rok
Doba obratu aktiv	157,71	167,84	142,87	140,77	150,83	dny
Doba obratu zásob	21,74	18,79	18,08	19,08	20,68	dny
Doba obratu pohledávek	33,23	38,53	34,91	28,60	30,87	dny
Doba obratu závazků	32,10	35,69	43,91	45,88	42,34	dny

*Zdroj: vlastní zpracování*

Prvním ukazatelem je obrátka celkových aktiv, která se během analyzovaného období pohybovala průměrně kolem dvou obrátů za rok (tzn., že se celková aktiva obrátí v tržbách průměrně dvakrát za rok). Kislingerová (2005) uvádí, že by hodnota tohoto ukazatele měla být vyšší než 1, což je ve všech letech splněno. Na základě těchto skutečností lze konstatovat, že majetek podniku je efektivně využíván.

Doba obratu aktiv by měla splňovat klesající trend v čase, přičemž to během sledovaného období není dodrženo, neboť vývoj je poměrně kolísavý. Tento ukazatel však

dosahuje vcelku vysokých hodnot a aktiva se průměrně přemění na hotovost za 152 dní a během roku se průměrně přemění dvakrát. Vývoj výsledných počtů dní je nepřímo úměrný ve vztahu k tržbám, neboť když tržby klesaly, doba obratu aktiv rostla.

Vývoj doby obratu zásob byl opět poměrně rozkolísaný, a tudíž nesplňuje žádoucí klesající trend. Nejvyšší hodnoty během analyzovaného období bylo dosaženo v roce 2011, kdy doba obratu zásob byla ve výši 21,74 dní. Příčinou byla vysoká hodnota zásob a nízká hodnota tržeb během analyzovaného období. V dalších letech došlo ke snížení tohoto ukazatele na průměrnou hodnotu čtrnácti dní.

Doba obratu pohledávek v tomto případě zohledňuje krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, přičemž odběratelé splácejí průměrně své závazky vůči podniku za 33 dnů. Je žádoucí, aby výsledné hodnoty tohoto ukazatele v čase klesaly, což není během sledovaného období dodrženo.

Na rozdíl od předchozího ukazatele doba obratu závazků vypovídá o platební morálce podniku vůči dodavatelům, je žádoucí, aby výsledné hodnoty tohoto ukazatele byly v čase stabilní, což na základě výsledků uvedených v Tab. 3.7 nelze potvrdit. Průměrně je společnost schopna splatit své závazky za 40 dní.

S těmito dvěma výše uvedenými ukazateli souvisí pravidlo solventnosti, které poměřuje tyto dva ukazatele a pro podnik je výhodné, aby doba obratu pohledávek byla kratší než doba obratu závazků. Na základě výsledků uvedených v Tab. 3.8 je zřejmé, že toto pravidlo je dodrženo až v posledních třech letech analyzovaného období, neboť dochází ke zvyšování doby obratu závazků a snižování doby obratu pohledávek.

**Tab. 3.8 Komparace doby obratu pohledávek a závazků z obchodních vztahů (ve dnech)**

Roky	Doba obratu pohledávek		Doba obratu závazků
2011	33,23	>	32,10
2012	38,53	>	35,69
2013	34,91	<	43,91
2014	28,60	<	45,88
2015	30,87	<	42,34

*Zdroj: vlastní zpracování*



## Ukazatele likvidity

Ukazatel celkové likvidity by měl být v čase stabilní, což nelze říci na základě výsledných hodnot uvedených v Tab. 3.9. Jak tvrdí Dluhošová (2010), výsledné hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v intervalu od 1,5 do 2,5, což je ve všech letech splněno. Nejvyšších hodnot tohoto ukazatele je dosaženo v prvním a posledním roce, což bylo především způsobeno vysokou hodnotou oběžných aktiv a zároveň nízkou výší krátkodobých cizích zdrojů.

Následuje ukazatel pohotové likvidity, který dle Dluhošové (2010) se má pohybovat v rozmezí 1 až 1,5, což je dodrženo jen v prvním roce. V dalších letech jsou výsledné hodnoty tohoto ukazatele nižší než 1, což je způsobeno především odečtením zásob, které tvoří vysoké procento celkových oběžných aktiv.

Ukazatel okamžité likvidity nepřesahuje ani v jednom analyzovaném roce hodnotu 0,07, přičemž dle Grünwalda a Holečkové (2006) by se výše tohoto ukazatele měla pohybovat v rozmezí od 0,9 do 1,1 a kromě toho, by měli být v minimální výši 0,2, ani jedna z těchto podmínek není splněna. Poměrně nízké hodnoty svědčí o dobré likvidnosti krátkodobých finančních prostředků. Rovněž je žádoucí rostoucí tendence výsledných hodnot, což opět není dodrženo.

**Tab. 3.9 Přehled výsledných hodnot ukazatelů likvidity**

UKAZATEL/ROKY	2011	2012	2013	2014	2015
ukazatel celkové likvidity	1,54	0,95	0,67	1,08	1,20
ukazatel pohotové likvidity	1,17	0,76	0,51	0,82	0,94
ukazatel okamžité likvidity	0,001	0,02	0,004	0,02	0,07

*Zdroj: vlastní zpracování*

## Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Během sledovaného období došlo k poklesu podílu vlastního kapitálu na aktivech z cca 35 % (v roce 2011) na 17 % (v roce 2015), což není žádoucí stav a vypovídá o tom, že v podniku dochází ke krytí majetku převážně z cizích zdrojů. Z dlouhodobého hlediska není podnik stabilní.

Dalším ukazatelem je stupeň krytí stálých aktiv, přičemž jak tvrdí Dluhošová (2010) by měla být jeho hodnota vyšší než 100 %, což je splněno pouze v roce 2011

a v posledních dvou letech analyzovaného období (viz Tab. 3.10). Tyto hodnoty jsou vyšší než 100 %, což vypovídá o tom, že je firma překapitalizovaná a tedy stálá aktiva a část oběžných aktiv jsou kryty dlouhodobými zdroji. Výsledné hodnoty tohoto ukazatele v čase kolísají a nesplňují požadovaný rostoucí trend. V letech 2012 a 2013 dosahuje tento ukazatel výše nižší než 100 % a v roce 2013 dokonce hodnoty jen 49 %, což vypovídá o podkapitalizovaném podniku a část stálých aktiv je kryta cizími krátkodobými zdroji, čímž není dodrženo tzv. zlaté bilanční pravidlo (dlouhodobá aktiva by měla být kryta dlouhodobými zdroji a oběžná aktiva krátkodobým kapitálem).

Majetkový koeficient neboli finanční páka je převrácenou hodnotou ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech. Trend tohoto ukazatele v čase kolísá a nebyl tedy stabilní. Finanční páka dosahuje poměrně vysokých hodnot, jelikož výše vlastního kapitálu je vcelku nízká.

Výsledné hodnoty ukazatele celkové zadluženosti (neboli ukazatele věřitelského rizika) jsou poměrně vysoké, neboť firma má značný podíl cizích zdrojů, přičemž to vypovídá o vyšším věřitelském riziku. Je žádoucí, aby výše tohoto ukazatele v čase klesala, což opět není dodrženo a v posledních třech letech došlo k rapidnímu nárůstu zadluženosti, viz Tab. 3.10.

**Tab. 3.10 Přehled výsledných hodnot finanční stability a zadluženosti**

UKAZATEL/ROKY	2011	2012	2013	2014	2015
podíl vlastního kapitálu na aktivech	35,23 %	36,14 %	18,48 %	16,08 %	16,61 %
stupeň krytí stálých aktiv	147,60 %	93,70 %	48,76 %	110,18 %	128,95 %
majetková koeficient	283,83 %	276,72 %	541,01 %	622,07 %	602,04 %
ukazatel celkové zadluženosti	64,76 %	63,86 %	81,52 %	83,77 %	83,38 %

*Zdroj: vlastní zpracování*

### 3.4.3 Shrnutí výsledků finanční analýzy

Na základě horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty bylo zjištěno, že aktiva jsou především tvořena oběžnými aktivy, z nichž tvoří největší položku krátkodobé pohledávky (především pak pohledávkami z obchodních vztahů). V posledním analyzovaném roce měla největší podíl na oběžných aktivech položka pohledávky – ovládaná a ovládající osoba. Pasiva jsou pak z většího podílu tvořena cizími zdroji, přičemž se tento podíl v čase zvyšuje. Cizí zdroje jsou tvořeny převážně krátkodobými závazky a to především závazky vůči dodavatelům. Více než 97 % celkových výnosů firmy jsou tvořeny z tržeb za

prodej zboží a vlastních výrobků a služeb. Celkové náklady jsou převážně složeny ze spotřeby materiálu a energie, nákladů vynaložených na prodané zboží a na služby.

Dle výsledků poměrové analýzy ukazatele rentability aktiv (*ROA*), tržeb (*ROS*) a nákladů (*RN*) dodržují podobný vývoj. V čase mají klesající charakter a v posledním analyzovaném roce dochází k jejich růstu. Tento vývoj je především ovlivněn vývojem zisku před úroky a daněmi (*EBIT*) a čistým ziskem (*EAT*). Co se týče rentability vlastního kapitálu (*ROE*), tak výsledné hodnoty v čase rostly a dosahovaly poměrně vysokých hodnot, což vypovídá o dobré výnosnosti vlastního kapitálu. Hodnoty ukazatele rentability dlouhodobých zdrojů rostly pouze v prvních třech letech, pak došlo k jejich poklesu kvůli snížení zisku před úroky a daněmi (*EBIT*) a nárůstu dlouhodobého kapitálu. Co se týče ukazatelů aktivity, tak majetek podniku je efektivně využíván a dochází k obratu celkových aktiv na tržby za 152 dní a k tomuto obratu dochází průměrně dvakrát za rok. Podniku jsou průměrně placeny pohledávky za 33 dní, přičemž pravidlo solventnosti je dodrženo v posledních třech letech, což vypovídá o zlepšující se platební morálce odběratelů. Naopak dochází ke zvyšování doby obratu závazků, což vypovídá o zhoršující se platební morálce vůči dodavatelům. Podnik disponuje vysoce likvidním majetkem. Ve společnosti je vykazována vysoká hodnota cizích zdrojů, které kryjí většinu majetku firmy. Podnik je v roce 2011 a v posledních třech letech překapitalizován, tedy stálá aktiva a část oběžných aktiv jsou kryty dlouhodobými zdroji. Ukazatel celkové zadluženosti v čase roste, což vypovídá o zvyšujícím se věřitelském riziku.

Na základě provedené finanční analýzy a strategické analýzy společnosti Nestlé Česko s.r.o., lze konstatovat, že se jedná o finančně zdravý podnik s dobrou perspektivou do budoucna. Lze očekávat, že následně stanovená hodnota podniku bude nadhodnocena.

## 4 Stanovení hodnoty podniku a zhodnocení výsledků

Cílem této diplomové práce je stanovení odhadu tržní hodnoty společnosti Nestlé Česko s.r.o. k 31. 12. 2015. Vybraná společnost je oceněna pomocí výnosové metody DCF-Entity a metodou EVA. V obou případech je použita dvoufázová metoda. V závěru této kapitoly je provedena citlivostní analýza podniku.

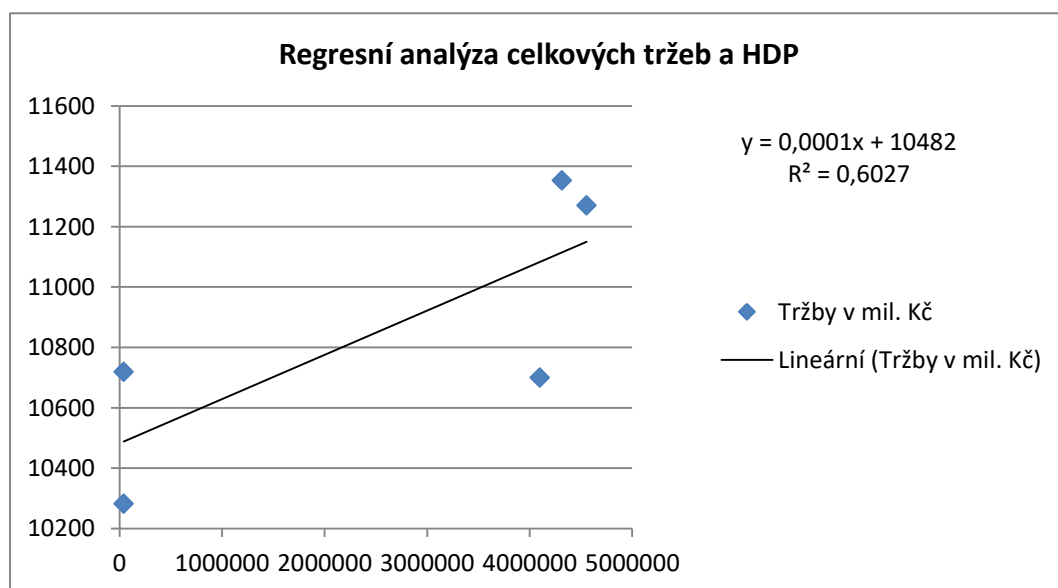
### 4.1 Prognóza tržeb

Při stanovení prognózy tržeb je zprvu použita regresní analýza, která je velmi často používanou metodou. Koeficient determinace (viz Graf 4.1) byl pouze ve výši 60 %, což je velice málo. Tato skutečnost pravděpodobně souvisí s tím, že potravinářský průmysl je řazen do necyklického odvětví (je tedy nezávislé na vývoji HDP), a proto koeficient determinace dosahuje tak nízkých hodnot. Interpretace je následovná: z 60,27 % jsou změny celkových tržeb oceňovaného podniku závislé na změnách hrubého domácího produktu. Z Grafu 4.1 lze rovněž vyčíst funkční vztah obou proměnných, který má následující tvar:

$$y = 0,0001x + 10482, \quad (4.1)$$

kde nezávisle proměnnou ( $y$ ) je hrubý domácí produkt v běžných cenách v mil. Kč a závisle proměnnou ( $x$ ) představují celkové tržby oceňovaného podniku (tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb) v mil. Kč.

**Graf. 4.1 Regresní analýza celkových tržeb podniku a hrubého domácího produktu**



*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací získaných z databáze ČNB – ARAD a údajů z výročních zpráv společnosti Nestlé Česko s.r.o.*

Na základě výše uvedených výsledků lze konstatovat, že regresní analýza není vhodná pro prognózu budoucích tržeb podniku, a proto jsou celkové tržby predikovány pomocí výsledků strategické analýzy společnosti.

Pro stanovení hodnoty celkových tržeb firmy jsou použity vzorce 2.35 a 2.36 z podkapitoly 2.3.2. Nejprve je stanovena změna relevantního trhu jako průměrné tempo růstu tohoto trhu, tedy potravinářského odvětví v hodnotě 1,53 %, viz Tab. 4.1. Následně je vypočtena změna tržního podílu jako průměrné tempo růstu tržního podílu oceňované společnosti ve výši 0,35 %. Prostřednictvím těchto údajů je vypočtena prognóza změny tržeb pomocí vzorce 2.35.

**Tab. 4.1 Vstupní parametry pro výpočet prognózy celkových tržeb Nestlé Česko s.r.o.**

POLOŽKA/ROKY	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za odvětví celkem (v tis. Kč)	44 393 881	48 705 997	44 978 125	46 012 905	46 816 374
Tempo růstu relevantního trhu		9,7 %	-7,65 %	2,30 %	1,75 %
Průměrné tempo růstu relevantního trhu	1,53 %				
Tržby celkem Nestlé Česko s.r.o. (v tis. Kč)	10 719 458	10 282 580	10 699 804	11 352 833	11 270 251
Tržní podíl Nestlé Česko s.r.o.	24,15 %	21,11 %	23,79 %	24,67 %	24,07 %
Tempo růstu tržního podílu		-12,57 %	12,68 %	3,72 %	-2,43 %
Průměrné tempo růstu tržního podílu	0,35 %				
Tempo růstu celkových tržeb Nestlé Česko s.r.o.		-4,08 %	4,06 %	6,10 %	-0,73 %
Průměrné tempo růstu celkových tržeb Nestlé Česko s.r.o.	1,34 %				

*Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z výročních zpráv společnosti Nestlé Česko s.r.o. a Panorama potravinářského průmyslu 2015*

V Tab. 4.1 jsou uvedeny vstupní parametry včetně průměrného tempa růstu tržeb oceňovaného podniku pro výpočet finální hodnoty těchto tržeb. Odhadovaná konečná výše je vypočtena pomocí vzorce 2.36, přičemž změně relevantního trhu je přiřazena váha 0,6, neboť udává pravděpodobnější vývoj do budoucna kvůli tomu, že jsou informace čerpány jak z vnitřní, tak z vnější analýzy potenciálu. Následně predikovanému průměrnému tempu růstu je přiřazena váha 0,4. Výsledná hodnota budoucích tržeb podniku je uvedena v Tab. 4.2.

**Tab. 4.2** Finální prognóza tržeb Nestlé Česko s.r.o. za období let 2016 – 2020 v tis. Kč.

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Prognóza tržeb v tis. Kč	11 457 891	11 648 654	11 842 594	12 039 763	12 240 214

*Zdroj: vlastní zpracování*

## 4.2 Prognóza čistého pracovního kapitálu (ČPK)

Následně je rovněž nutné stanovit prognózu čistého pracovního kapitálu a jeho dílčích položek. Budoucí odhad čistého pracovního kapitálu na období let 2016 až 2020 je uveden v Tab. 4.3, všechny hodnoty jsou vykazovány v tisících Kč. Všechny dílčí položky jsou vypočteny prostřednictvím metody průměrného podílu jednotlivých položek ČPK na celkových tržbách oceňovaného podniku za období let 2011 – 2015.

**Tab. 4.3** Prognóza čistého pracovního kapitálu na období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	626 166	636 592	647 190	657 965	668 920
Krátkodobé pohledávky	2 080 772	2 115 415	2 150 634	2 186 441	2 222 843
Krátkodobý finanční majetek	54 383	55 289	56 209	57 145	58 096
Časové rozlišení (ostatní aktiva)	8 469	8 610	8 754	8 899	9 047
Krátkodobé závazky celkem	2 678 863	2 723 464	2 768 807	2 814 905	2 861 771
Časové rozlišení (ostatní pasiva)	1 665	1 692	1 720	1 749	1 778
Upravený ČPK	89 263	90 749	92 260	93 796	95 358

*Zdroj: vlastní zpracování*

## 4.3 Prognóza investic a odpisů

Prognóza investic a odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je zachycena v Tab. 4.4 a Tab. 4.5. Plán těchto položek je určen na období let 2016 – 2020 a výsledné hodnoty jsou uvedeny v tisících Kč. Opět je pro výpočet konečných hodnot v obou případech použita metoda průměrného podílu těchto položek na celkových tržbách oceňované společnosti. Průměrný podíl odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku na celkových tržbách podniku za období let 2011 – 2015 činil 2,8 %.

**Tab. 4.4** Prognóza celkových odpisů na období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Prognóza celkových odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	319 496	324 815	330 223	335 721	341 311

*Zdroj: vlastní zpracování*

Průměrný podíl investic na celkových tržbách podniku za stejné období dosahoval výše 2,2 %. Výsledný plán investic pro období let od 2016 do roku 2020 je uveden v Tab. 4.5.

**Tab. 4.5 Prognóza celkových investic na období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)**

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Prognóza celkových investic	251 002	255 181	259 429	263 749	268 140

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### **4.4 Plánovaný výkaz zisku a ztráty**

V Tab. 4.6 je uveden plánovaný výkaz zisku a ztráty na období let 2016 až 2020 a všechny hodnoty jsou zachyceny v tis. Kč. Dílčí složky plánovaného výkazu zisku a ztráty byly získány následovně.

Celkové tržby oceňovaného podniku za období let 2011 až 2015 jsou tvořeny v průměru ze 46 % tržbami za prodané zboží a z 52 % tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, z dalších 2 % jsou tvořeny tržbami z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Tyto průměrné podíly jsou použity k rozdělení plánovaných celkových tržeb podniku, které jsou převzaty z prognózy tržeb oceňované společnosti na období let 2016 až 2020.

Položka náklady vynaložené na prodané zboží je stanovena pomocí metody průměrného podílu této položky na tržbách za prodané zboží, jehož výše činí 52 %.

Obchodní marže je následně vypočtena jako rozdíl tržeb za prodané zboží a nákladů vynaložených na prodané zboží.

Výkony jsou tvořeny pouze položkou tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, jejichž výpočet byl již výše uveden.

Následně výkonová spotřeba je stanovena prostřednictvím metody průměrného podílu této položky na celkových tržbách podniku za období let 2011 – 2015, přičemž tento podíl činí 57 %.

Přidaná hodnota je poté vypočtena jako suma obchodní marže a výkonů a následně je odečtena výkonová spotřeba.

Osobní náklady jsou určeny rovněž pomocí metody průměrného podílu této položky na celkových tržbách společnosti. Průměrný podíl byl vymezen v hodnotě 11 %. Předpokládá se, že s růstem celkových tržeb bude muset podnik navýšit také počet zaměstnanců a tím vzrostou i celkové náklady na tyto pracovníky.

Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku byly převzaty z prognózy celkových odpisů na období let 2016 - 2020.

Poté jsou napředikovány položky jako změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období, ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady opět pomocí metody průměrného podílu dané položky na celkových tržbách, přičemž průměrný podíl první položky byl určen ve výši 0,04 %. Následně tento podíl u ostatní provozních výnosů činil 0,37 % a u ostatních provozních nákladů 0,48 %.

Dále u položek výnosových úroků, nákladových úroků, ostatních finančních výnosů a ostatních finančních nákladů jsou zjištěny průměrné výše těchto položek za období let 2011 – 2015 a poté na základě těchto výsledků je stanoven průměrný finanční výsledek hospodaření ve výši -26 326 tis. Kč. Předpokládá se, že tato položka se během plánovaného období nebude měnit.

**Tab. 4.6 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)**

POLOŽKA/ROK	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodané zboží	5 270 630	6 290 273	6 395 001	6 501 472	6 609 715
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 750 114	3 282 144	3 336 789	3 392 344	3 448 823
Obchodní marže	2 520 516	3 008 129	3 058 212	3 109 128	3 160 892
Výkony	5 958 103	5 591 354	5 684 445	5 779 086	5 875 303
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 958 103	5 591 354	5 684 445	5 779 086	5 875 303
Výkonová spotřeba	6 529 960	6 638 678	6 749 206	6 861 575	6 975 814
Přidaná hodnota	1 948 659	1 960 805	1 993 450	2 026 640	2 060 381
Osobní náklady	1 214 560	1 234 781	1 255 339	1 276 239	1 297 487
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	229 158	232 973	236 852	240 795	244 804
Odpisy z DNM a DHM	319 496	324 815	330 223	335 721	341 311
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	5 076	5 161	5 247	5 334	5 423
Ostatní provozní výnosy	42 248	42 952	43 667	44 394	45 133
Ostatní provozní náklady	55 324	56 245	57 182	58 134	59 102
Provozní VH	625 609	615 727	625 979	636 401	646 996
Finanční výsledek hospodaření	-26 326	-26 326	-26 326	-26 326	-26 326
Výsledek hospodaření před zdaněním	599 283	589 402	599 653	610 075	620 670
Daň (19 %)	113 864	111 986	113 934	115 914	117 927
Výsledek hospodaření za účetní období	485 419	477 415	485 719	494 161	502 743

*Zdroj: vlastní zpracování*

Sumou obou výsledků hospodaření dostaneme výsledek hospodaření před zdaněním, z něhož je vypočtena daň ve výši 19 %. Odečtením této daně je dosaženo výsledku hospodaření za účetní období, jenž je poté dosazen do pasiv plánované rozvahy.



#### 4.5 Plánovaný výkaz cash flow

V Tab. 4.7 je zachycen plánovaný výkaz peněžních toků na období let 2016 až 2020 v tisících Kč. Při sestavení tohoto výkazu je nejprve převzata položka krátkodobého finančního majetku z rozvahy k datu 31. 12. 2015 ve výši 167 915 tis. Kč.

Dále výsledek hospodaření za účetní období je přejat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Hodnota investic a odpisů je převzata z prognózy investic a odpisů.

Změna zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků je vypočtena z prognózy čistého pracovního kapitálu.

Následně je stanoven podíl na zisku, který se za období mezi lety 2011 – 2015 pohyboval průměrně ve výši 100 % výsledku hospodaření běžného účetního období, proto je i v následujících letech až po rok 2020 vyplacen v plné výši.

Konečný stav krátkodobého finančního majetku je zachycen v oběžných aktivech plánované rozvahy na období let 2016 až 2020.

**Tab. 4.7 Plánovaný výkaz cash flow na období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)**

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Počáteční stav krátkodobého finančního majetku	167 915	532 949	602 116	672 435	743 924
Výsledek hospodaření za účetní období	485 419	477 415	485 719	494 161	502 743
Odpisy	319 496	324 815	330 223	335 721	341 311
Δ Zásob	-21 223	10 425	10 599	10 775	10 955
Δ Krátkodobých pohledávek	-87 816	34 643	35 220	35 806	36 402
Δ Krátkodobých závazků	187 501	44 601	45 343	46 098	46 866
Cash flow z provozní činnosti	1 101 455	801 763	815 467	829 399	843 563
Investice	251 002	255 181	259 429	263 749	268 140
Cash flow z investiční činnosti	-251 002	-255 181	-259 429	-263 749	-268 140
Δ Bankovních úvěrů a výpomocí	0	0	0	0	0
Δ Nerozděleného zisku z minulých let	0	0	0	0	0
Výplata podílu	485 419	477 415	485 719	494 161	502 743
Cash flow z finanční činnosti	-485 419	-477 415	-485 719	-494 161	-502 743
Cash flow celkem	365 034	69 167	70 319	71 489	72 680
Konečný stav krátkodobého finančního majetku	532 949	602 116	672 435	743 924	816 604

*Zdroj: vlastní zpracování*

## 4.6 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha na období let 2016 až 2020 je uvedena v Příloze 7, přičemž její hodnoty jsou opět vyjádřeny v tisících Kč. Výše jednotlivých položek je prognózována na základě daných podmínek. Dlouhodobý majetek je složen z dlouhodobého nehmotného majetku, který není predikován a zůstává na úrovni roku 2015, protože tvoří zanedbatelnou část celkového majetku, dále z dlouhodobého hmotného majetku, jehož výše je plánovaná pomocí prognózy odpisů a investic (dlouhodobý hmotný majetek daného roku se vypočte jako suma investic daného roku a dlouhodobého hmotného majetku předchozího roku a následně jsou odečteny odpisy daného roku) a dlouhodobého finančního majetku, který není rovněž predikován, neboť jeho výše zůstala během posledních čtyř let nezměněna.

Dílčí složky oběžných aktiv byly převzaty z prognózy čistého pracovního kapitálu.

Časové rozlišení jak v aktivech, tak i v pasivech zůstává ve stejné výši posledního skutečného roku (tedy k 31. 12. 2015).

Následně základní kapitál byl zachován ve výši 300 tis. Kč, neboť tuto částku vykazoval během třech posledních analyzovaných let.

Výše kapitálových fondů se v čase vyvíjela velmi nerovnoměrně, a proto nelze určit jednoznačný trend, z toho důvodu se jejich výše nebude plánovat.

Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku se za celé roky nezměnily, proto je jejich hodnota ponechána na úrovni 115 400 tis. Kč.

Výsledek hospodaření běžného účetní období je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Následně je rovněž vypočten výsledek hospodaření minulých let jako součet hodnoty výsledku hospodaření minulých let ke konci minulého roku a výsledku hospodaření běžného účetního období stav ke konci minulého roku a následně je od této sumy odečten podíl na zisku vyplacený v běžném roce.

Rezervy a dlouhodobé závazky jsou ponechány v hodnotách, které byly vykazovány k 31. 12. 2015.

Výše krátkodobých závazků je převzata z prognózy čistého pracovního kapitálu.

#### 4.7 Stanovení nákladů na vlastní kapitál ( $R_E$ )

Pro stanovení diskontní míry je nutné určit hodnotu nákladů na vlastní kapitál ( $R_E$ ), přičemž pro jejich výpočet je použit model oceňování kapitálových aktiv (*CAMP*), viz vzorec 2.6.

Zprvu je nutné stanovit hodnotu bezrizikové úrokové míry ( $R_F$ ), která je stanovena jako průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů na základě informací získaných z databáze ČNB – systému časových řad ARAD. Průměrný výnos byl stanoven ve výši 2,74 %, viz Tab. 4.8.

Koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení ( $\beta_U$ ) je převzat z databáze profesora A. Damodarana pro obor Food Processing v hodnotě 0,65. Následně je tento koeficient použit pro výpočet beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy ( $\beta_L$ ), přičemž je určena pomocí vzorce 2.7. V Tab. 4.8 jsou zachyceny výsledné hodnoty beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy.

Na závěr je určena hodnota tržní rizikové premie ve výši 6,69 %, přičemž tato hodnota je převzata opět z databáze profesora A. Damodarana.

**Tab. 4.8 Stanovení nákladů na vlastní kapitál**

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Bezriziková úroková míra ( $R_F$ )	2,74 %	2,74 %	2,74 %	2,74 %	2,74 %
Beta Unleveraged ( $\beta_U$ )	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Beta Leveraged ( $\beta_L$ )	1,37	1,38	1,37	1,37	1,36
Tržní riziková premie [ $E(R_M)-R_F$ ]	6,69 %	6,69 %	6,69 %	6,69 %	6,69 %
Náklady na vlastní kapitál ( $R_E$ )	11,93 %	11,97 %	11,93 %	11,88 %	11,84 %

*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací získaných z databáze profesora A.*

*Damodarana a databáze České národní banky - ARAD*

#### 4.8 Stanovení diskontní míry

Na základě výše uvedených výpočtů je možné stanovit diskontní míru v podobě průměrných vážených nákladů na kapitál (*WACC*) prostřednictvím vzorce 2.5. Cizí kapitál úročený je v tomto případě složen z dlouhodobých závazků. Následně celkový kapitál je stanoven jako součet vlastního kapitálu a cizího kapitálu úročeného. Náklady na cizí kapitál jsou vypočteny jako podíl nákladových úroků a úročeného cizího kapitálu. V Tab. 4.9 jsou uvedeny konečné hodnoty této diskontní míry na období let 2016 až 2020.

**Tab. 4.9 Stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC)**

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Celkový kapitál (C) – v tis. Kč	2 139 335	2 131 331	2 139 635	2 148 077	2 156 659
Vlastní kapitál (E) – v tis. Kč	900 865	892 861	901 165	909 607	918 189
Cizí kapitál (D) – v tis. Kč	1 238 470	1 238 470	1 238 470	1 238 470	1 238 470
Náklady na vlastní kapitál ( $R_E$ )	11,93 %	11,97 %	11,93 %	11,88 %	11,84 %
Náklady na cizí kapitál ( $R_D$ )	2,28 %	2,42 %	2,46 %	2,50 %	2,55 %
Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)	6,09 %	6,42 %	6,45 %	6,48 %	6,50 %

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4.9 Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF)

Při stanovení plánovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF) byl použit provozní výsledek hospodaření a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu z plánovaného výkazu zisku a ztráty na období let 2016 – 2020.

Následně zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu je stanovena ve výši 79 % z celkových tržeb z prodeje tohoto majetku. Tato výše byla stanovena jako průměrný podíl zůstatkové ceny na tržbách z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu za období let 2011 – 2015.

Poté je stanoven korigovaný provozní výsledek hospodaření tak, že se od provozního výsledku hospodaření odečtou tržby za prodej dlouhodobého majetku a materiálu a následně je přičtena zůstatková cena tohoto majetku. Dále je odečtena daň ve výši 19 % a je dosaženo korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani. Od tohoto výsledku hospodaření jsou poté odečteny odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a investice, přičemž výše těchto položek je převzata z prognózy investic a odpisů. Ve finále jsou stanoveny plánované peněžní toky pro vlastníky a věřitele, viz Tab. 4.10, se kterými budeme nadále počítat při stanovení konečné hodnoty podniku Nestlé Česko s.r.o.

**Tab. 4.10 Volné peněžní roky pro vlastníky a věřitele (FCFF) – v tis. Kč**

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
Provozní výsledek hospodaření	625 609	615 727	625 979	636 401	646 996
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	229 158	232 973	236 852	240 795	244 804
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	181 035	184 049	187 113	190 228	193 395
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy	<b>577 486</b>	<b>566 803</b>	<b>576 240</b>	<b>585 834</b>	<b>595 587</b>
Daň (19 %)	109 722	107 693	109 486	111 308	113 162
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	<b>467 764</b>	<b>459 111</b>	<b>466 754</b>	<b>474 525</b>	<b>482 426</b>
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	319 496	324 815	330 223	335 721	341 311
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po odpisech	<b>787 260</b>	<b>783 926</b>	<b>796 978</b>	<b>810 247</b>	<b>823 736</b>
Investice	251 002	255 181	259 429	263 749	268 140
FCFF	<b>536 258</b>	<b>528 745</b>	<b>537 548</b>	<b>546 498</b>	<b>555 597</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4.10 Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF-Entity

Pomocí výše provedených propočtů vstupních veličin je následně stanovena hodnota podniku, přičemž nejprve je použita dvoufázová metoda DCF-Entity. Budoucí období je tedy rozděleno na dvě fáze, první fáze je stanovena na období, pro které jsou stanoveny finanční výkazy, tedy od roku 2016 do roku 2020. Druhé období je započato rokem 2021 a pokračuje do nekonečna.

V Tab. 4.11 je vypočtena hodnota společnosti Nestlé Česko s.r.o. v první fázi jako suma diskontovaných volných peněžních toků, přičemž jako diskontní míra jsou použity již dříve vypočtené průměrné vážené náklady na kapitál.

**Tab. 4.11 Hodnota podniku v 1. fázi (v tis. Kč)**

POLOŽKA/ROKY	2016	2017	2018	2019	2020
FCFF	536 258	528 745	537 548	546 498	555 597
WACC	6,09 %	6,42 %	6,45 %	6,48 %	6,50 %
diskontované volné peněžní toky	505 455	466 840	445 639	425 190	405 475
Hodnota podniku v 1. fázi	<b>2 248 599</b>				

*Zdroj: vlastní zpracování*

Následně je stanovena hodnota oceňovaného podniku v druhé fázi, přičemž je tedy vypočtena pokračující hodnota pomocí vzorce 2.3 (je použit tzv. Gordonův vzorec). Tempo růstu je stanoveno na základě průměrného tempa růstu tržeb v období mezi lety 2016 – 2020 a to ve výši 1,66 %. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 4.12.

**Tab. 4.12 Hodnota podniku v 2. fázi (v tis. Kč)**

POLOŽKA	
FCFF	564 847
WACC	6,50 %
Tempo růstu	1,66 %
Pokračující hodnota	11 676 666
<b>Hodnota podniku v 2. fázi</b>	<b>8 521 651</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Následně jsou tyto současné hodnoty obou fází sečteny a je stanovena celková brutto hodnota podniku (viz vzorec 2.2), přičemž poté je odečtena výše úročeného cizího kapitálu k datu ocenění (v tomto případě se jedná o dlouhodobé závazky) a tím je dosažena hodnota podniku netto (tedy hodnota vlastního kapitálu) k 31. 12. 2015 ve výši 9 531 781 tis. Kč, viz Tab. 4.13.

**Tab. 4.13 Výpočet netto hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku (v tis. Kč)**

Současná hodnota podniku v 1. fázi	2 248 599
Současná hodnota podniku v 2. fázi	8 521 651
Hodnota podniku brutto	10 770 251
Úročený cizí kapitál k 31. 12. 2015	1 238 470
<b>Hodnota podniku netto - hodnota VK</b>	<b>9 531 781</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4.11 Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody EVA

Pro ověření výsledků dosažených metodou diskontovaných peněžních toků byla dále použita dvoufázová metoda ekonomické přidané hodnoty. Vstupní parametry jsou uvedeny v Tab. 4.14, přičemž hodnota čistých operačních aktiv (*NOA*) je stanovena na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu, dále operační provozní výsledek hospodaření (*NOPAT*) odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani. Diskontní míra stejně jako u metody DC-Entity odpovídá úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál. Hodnota ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech je vypočtena pomocí vzorce 2.19. Následně jsou tyto ekonomické přidané hodnoty diskontovány (bereme v úvahu období pro první fázi, tedy roky 2016 - 2020) a sečteny, čímž je stanovena konečná hodnota podniku v této fázi.

**Tab. 4.14 Výpočet hodnoty podniku v 1. fázi (v tis. Kč)**

POLOŽKA/ROKY	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOA	2 230 073	2 230 073	2 230 073	2 230 073	2 230 073	2 230 073	1 398 643
NOPAT		467 764	459 111	466 754	474 525	482 426	490 458
WACC		6,09 %	6,42 %	6,45 %	6,48 %	6,50 %	6,50 %
EVA		331 860	315 854	322 920	330 107	337 420	345 560
EVA diskontovaná		312 798	278 874	267 707	256 832	246 249	
Hodnota podniku v 1. fázi		1 362 461					

*Zdroj: vlastní zpracování*

Pro výpočet pokračující hodnoty oceňované společnosti byl rovněž použit tzv. Gordonův vzorec, viz *vzorec 2.3*, avšak místo volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je použita EVA. Tempo růstu je stejně jako u předchozí metody stanoveno na úrovni tempa růstu tržeb v hodnotě 1,66 %. Současnou hodnotu podniku v 2. fázi získáme tak, že pokračující hodnotu diskontujeme pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál. Následně je sečtena první a druhá fáze, čímž je stanovena tržní přidaná hodnota (*MVA*), ke které jsou přičtena čistá operativní aktiva k datu ocenění, tedy k 31. 12. 2015 a dojdeme k výši provozní hodnoty podniku brutto. Poté je nutné odečíst úročený cizí kapitál a neoperační aktiva k datu ocenění a je dosaženo výsledné hodnoty vlastního kapitálu firmy Nestlé Česko s.r.o. k 31. 12. 2015 ve výši 10 048 811 tis. Kč (viz Tab. 4.15).

**Tab. 4.15 Výpočet netto hodnoty vlastního kapitálu Nestlé Česko s.r.o. pomocí metody EVA (v tis. Kč)**

Současná hodnota podniku v 1. fázi	1 362 461
Pokračující hodnota dle tzv. Gordonova vzorce	7 129 004
Současná hodnota podniku v 2. fázi	5 202 759
MVA	6 565 220
NOA k 31. 12. 2015	2 230 073
Provozní hodnota brutto	8 795 293
Úročený cizí kapitál k 31. 12. 2015	1 238 470
Provozní hodnota netto	7 556 823
Neoperační aktiva k 31. 12. 2015	2 491 988
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	10 048 811

*Zdroj: vlastní zpracování*

## 4.12 Analýza citlivosti

Následně je vhodné vypracovat analýzu citlivosti, jejímž principem je hodnocení vlivů změn určitých faktorů na výslednou výši finanční veličiny, v našem případě se jedná o hodnotu vlastního kapitálu oceňované společnosti.

Faktory, jež nejvíce ovlivňují výslednou hodnotu netto, jsou stanoveny celkové tržby podniku (tržby za prodané zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb), dále investice, odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a daň u obou použitých metod.

V následujících dvou Tab. 4.16 a 4.17 jsou uvedeny vlivy vybraných faktorů na přírůstek hodnoty oceňovaného podniku netto (tedy vlastního kapitálu) v tis. Kč. Výsledná hodnota vypovídá o tom, jak se tedy změní hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku, pokud se určitý faktor změní relativně o určité procento (tuto změnu v tabulkách znázorňuje  $\alpha$ ). Výchozí (střední) hodnota je stanovena ve výši výsledných hodnot vlastního kapitálu vypočtených prostřednictvím obou metod, viz Tab. 4.18.

#### **4.12.1 Analýza citlivosti stanovené hodnoty pomocí dvoufázové metody DCF-**

##### **Entity na vstupní parametry**

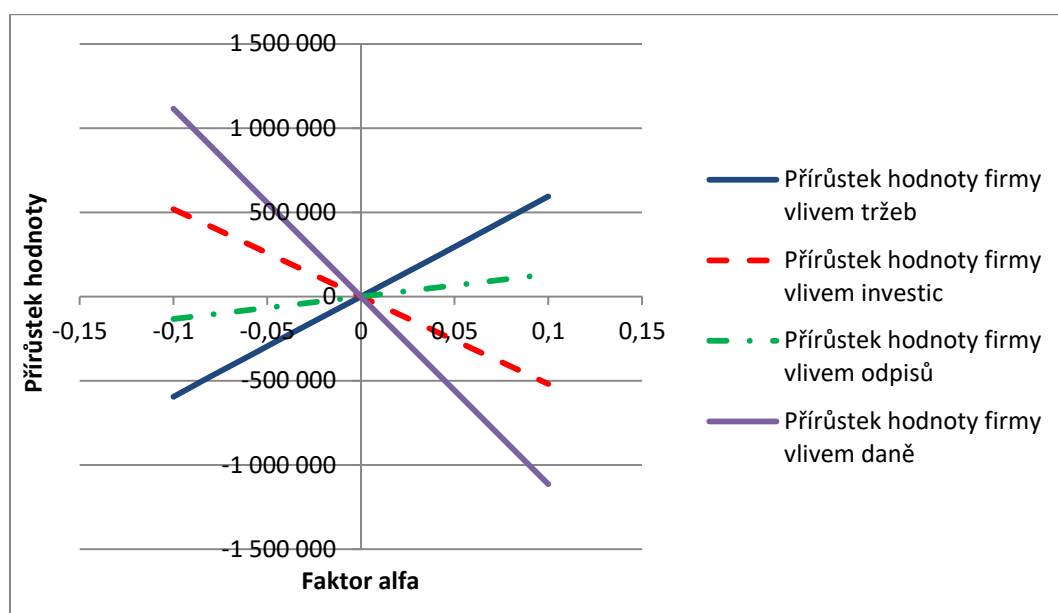
V Tab. 4.16 jsou uvedeny přírůstky hodnoty podniku netto při změně daného parametru o určité procento v tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku je nejvíce pozitivně ovlivněna změnou celkových tržeb, tak je tomu u obou použitých metod. Pokud se tedy sníží celkové tržby o určité procento, výsledná hodnota oceňovaného podniku netto rovněž klesne a naopak. Například, jestliže dojde ke zvýšení celkových tržeb o 8 % ( $\alpha = 0,08$ ), tak se hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku zvýší o 474 318 tis. Kč a naopak (viz Tab. 4.16).

Dalším určeným parametrem, který ovlivňuje výslednou hodnotu netto, jsou investice. Ty spolu s daní působí na hodnotu firmy opačně, než je tomu u ostatních vstupních parametrů. To znamená, že například, pokud se investice sníží o 10 % ( $\alpha = -0,1$ ), tak se zvýší hodnota vlastního kapitálu podniku o 519 053 tis. Kč a naopak (viz Tab. 4.16).

Následujícím faktorem jsou odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, jejichž změna ovlivňuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu stejně, jako tomu bylo u celkových tržeb. Například, jestliže se sníží celková hodnota odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku o 8 % ( $\alpha = -0,08$ ), tak se sníží celková hodnota podniku netto (tedy vlastního kapitálu) o 106 366 tis. Kč a naopak, viz Tab. 4.16. Pro lepší znázornění výsledků je použit Graf. 4.2.



**Graf 4.2 Citlivost na vybrané faktory (DCF-Entity) – v tis. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování*

Posledním daným parametrem je daň, která u obou použitých metod nejvíce negativně ovlivňuje hodnotu vlastního kapitálu oceňované společnosti, tedy pokud se například zvýší celková daň o 6 % ( $\alpha = 0,06$ ), tak se sníží hodnota vlastního kapitálu o 669 366 tis. Kč, viz Tab. 4.16.

**Tab. 4.16 Vliv faktorů na přírůstek hodnoty vlastního kapitálu společnosti Nestlé Česko s.r.o. (v tis. Kč)**

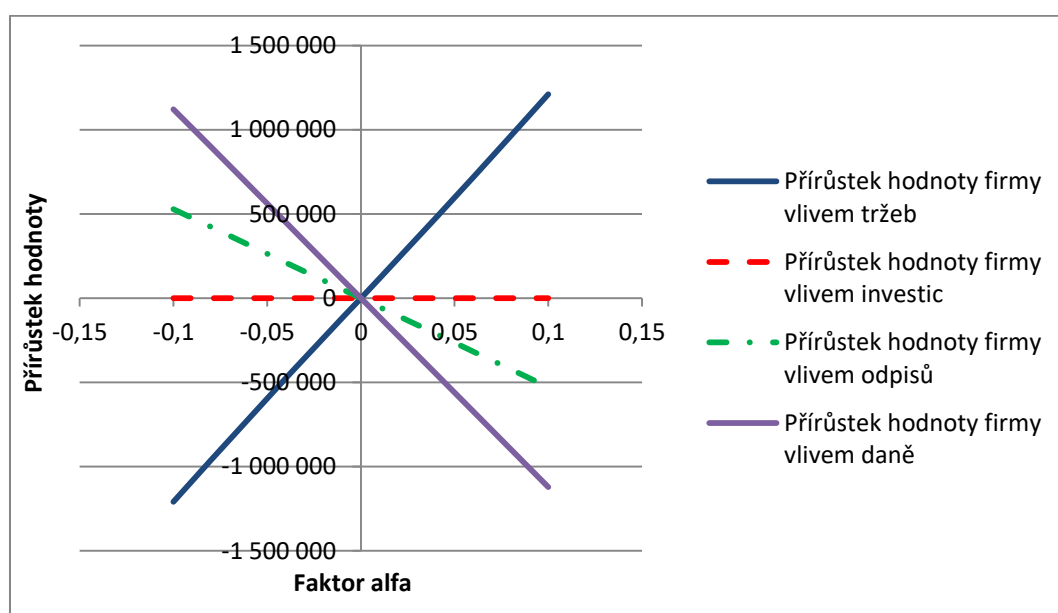
alfa	Výsledná hodnota netto v důsledku změny tržeb	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny tržeb	Výsledná hodnota netto v důsledku změny investic	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny investic	Výsledná hodnota netto v důsledku změny odpisů	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny odpisů	Výsledná hodnota netto v důsledku změny daní	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny daní
-0,1	8 937 443	<b>-594 338</b>	10 050 834	<b>519 053</b>	9 398 861	<b>-132 920</b>	10 646 323	<b>1 114 542</b>
-0,08	9 057 463	<b>-474 318</b>	9 947 024	<b>415 243</b>	9 425 415	<b>-106 366</b>	10 423 839	<b>892 058</b>
-0,06	9 176 882	<b>-354 899</b>	9 843 213	<b>311 432</b>	9 451 984	<b>-79 797</b>	10 201 147	<b>669 366</b>
-0,04	9 295 724	<b>-236 057</b>	9 739 402	<b>207 621</b>	9 478 568	<b>-53 213</b>	9 978 243	<b>446 462</b>
-0,01	9 472 963	<b>-58 818</b>	9 583 686	<b>51 905</b>	9 518 472	<b>-13 309</b>	9 643 479	<b>111 698</b>
0	9 531 781	<b>0</b>	9 531 781	<b>0</b>	9 531 781	<b>0</b>	9 531 781	<b>0</b>
0,01	9 590 599	<b>58 818</b>	9 479 876	<b>-51 905</b>	9 545 090	<b>13 309</b>	9 420 083	<b>-111 698</b>
0,04	9 767 838	<b>236 057</b>	9 324 160	<b>-207 621</b>	9 584 994	<b>53 213</b>	9 085 319	<b>-446 462</b>
0,06	9 886 680	<b>354 899</b>	9 220 349	<b>-311 432</b>	9 611 578	<b>79 797</b>	8 862 415	<b>-669 366</b>
0,08	10 006 099	<b>474 318</b>	9 116 538	<b>-415 243</b>	9 638 147	<b>106 366</b>	8 639 723	<b>-892 058</b>
0,1	10 126 119	<b>594 338</b>	9 012 728	<b>-519 053</b>	9 664 701	<b>132 920</b>	8 417 239	<b>-1 114 542</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4.12.2 Analýza citlivosti stanovené hodnoty pomocí dvoufázové metody EVA na vstupní parametry

Celkové tržby stejně jako u metody DCF-Entity ovlivňují výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku nejvíce pozitivně ze všech daných faktorů. Například, pokud se celkové tržby zvýší o 4 % ( $\alpha = 0,04$ ), tak se celková hodnota podniku netto zvýší o 476 112 tis. Kč a naopak (viz Tab. 4.17). V případě dvoufázové metody EVA bude mít změna celkových tržeb větší vliv na výslednou hodnotu vlastního kapitálu oproti metodě DCF-Entity, přičemž tento rozdíl narůstá se zvyšujícím se procentem.

**Graf 4.3 Citlivost na vybrané faktory (metoda EVA) – v tis. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování*

Co se týče investic, tak ty nijak neovlivňují výslednou hodnotu vlastního kapitálu, neboť je zde oproti předchozí metodě pracováno s korigovaným provozním výsledkem hospodaření po dani, ve kterém není obsažena výše investic, viz Graf 4.3.

Odpisy na rozdíl od předchozí použité metody působí protichůdně na hodnotu vlastního kapitálu, tzn., že pokud dojde ke snížení odpisů o určité procento, tak dochází ke zvýšení celkové hodnoty podniku netto, přičemž u dvoufázové metody DC-Entity tomu je přesně naopak. Jestli se například hodnota odpisů sníží o 8 % ( $\alpha = -0,08$ ), tak se hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku zvýší o 423 045 tis. Kč a naopak.

Následně pak daň jako u předchozí metody opět působí nejvíce negativně na celkovou hodnotu vlastního kapitálu podniku, tzn., pokud se například sníží celková daň o 10 % ( $\alpha = -0,1$ ), tak se celková hodnota podniku netto zvýší o 1 121 603 tis. Kč.

**Tab. 4.17 Vliv faktorů na přírůstek hodnoty vlastního kapitálu společnosti Nestlé Česko s.r.o. (v tis. Kč)**

alfa	Výsledná hodnota netto v důsledku změny tržeb	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny tržeb	Výsledná hodnota netto v důsledku změny investic	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny investic	Výsledná hodnota netto v důsledku změny odpisů	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny odpisů	Výsledná hodnota netto v důsledku změny daní	Přírůstek hodnoty firmy vlivem změny daní
-0,1	8 839 284	-1 209 527	10 048 811	0	10 577 559	528 748	11 170 414	1 121 603
-0,08	9 086 476	-962 335	10 048 811	0	10 471 856	423 045	10 946 554	897 743
-0,06	9 330 908	-717 903	10 048 811	0	10 366 129	317 318	10 722 468	673 657
-0,04	9 572 699	-476 112	10 048 811	0	10 260 380	211 569	10 498 152	449 341
-0,01	9 930 684	-118 127	10 048 811	0	10 101 712	52 901	10 161 236	112 425
0	10 048 811	0	10 048 811	0	10 048 811	0	10 048 811	0
0,01	10 166 938	118 127	10 048 811	0	9 995 910	-52 901	9 936 386	-112 425
0,04	10 524 923	476 112	10 048 811	0	9 837 242	-211 569	9 599 470	-449 341
0,06	10 766 714	717 903	10 048 811	0	9 731 493	-317 318	9 375 154	-673 657
0,08	11 011 146	962 335	10 048 811	0	9 625 766	-423 045	9 151 068	-897 743
0,1	11 258 338	1 209 527	10 048 811	0	9 520 063	-528 748	8 927 208	-1 121 603

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4.13 Souhrnné hodnocení výsledků ocenění podniku

Nejvhodnější způsobem ocenění podniku je použití více metod, přičemž pro účely této diplomové práce byly použity dvoufázové metody, v prvním případě byla aplikována metoda DCE-Entity a následně metoda EVA. Na základě souhrnných výsledků z Tab. 4.18 je patrné, že se výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti Nestlé Česko s.r.o. použitím obou metod výrazně neliší, což je žádoucí. Prostřednictvím metody DCF-Entity byla výsledná hodnota vlastního kapitálu stanovena k 31. 12. 2015 ve výši 9 531 781 tis. Kč. Pomocí metody EVA byla hodnota podniku netto (vlastního kapitálu) vypočtena rovněž k 31. 12. 2015 v hodnotě 10 048 811 tis. Kč. Účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti k 31. 12. 2015 ve výši 784 346 tis. Kč je uvedena pouze informativně a tvoří spodní hranici výsledného ocenění společnosti. Tato hodnota je mnohonásobně menší než zjištěné hodnoty pomocí aplikovaných metod, přičemž důvodem je to, jak již bylo zmíněno v předchozí kapitole, že společnost je finančně zdravá a dosahuje kladných výsledků na základě finanční a strategické analýzy. Z toho důvodu bylo očekáváno nadhodnocení výsledné hodnoty podniku, což bylo následně i potvrzeno.

**Tab. 4.18 Souhrnné hodnocení výsledků ocenění podniku (v tis. Kč)**

POLOŽKA/METODA	Účetní hodnota	Metoda DCF-Entity	Metoda EVA
Výsledná hodnota podniku netto - hodnota VK	784 346	9 531 781	10 048 811

*Zdroj: vlastní zpracování*

Dále z výsledků analýzy citlivosti vyplývá, že největší vliv na výslednou hodnotu vlastního kapitálu u obou metod má změna celkových tržeb, naopak nejmenší vliv má změna odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku.

U metody DCF-Entity působí změna celkových tržeb a odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku přímo úměrně na výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňované společnosti. Naopak změna výše investic a daně působí na celkovou hodnotu podniku netto protichůdně.

Výslednou hodnotu vlastního kapitálu určenou metodou EVA přímo úměrně ovlivňuje opět výše celkových tržeb. Naopak změna odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a daně ovlivňuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu nepřímo úměrně.

## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo ocenění společnosti Nestlé Česko s.r.o. vybranými metodami za účelem případného prodeje společnosti, avšak s ním podnik doposud nepočítá. Podnik byl oceněn ke dni 31. 12. 2015 a pro stanovení hodnoty společnosti byla použita dvoufázová metoda DCF-Entity a dvoufázová metoda EVA.

Diplomová práce byla koncipována, vedle úvodu a závěru, do tří hlavních částí. Náplní první části byl popis teoretických východisek postupů a metod oceňování. V rámci této kapitoly byly nejprve charakterizovány kategorie hodnoty podniku pro účely ocenění, následně pak metody oceňování firem. Poté byl nastíněn postup při oceňování společností, ve kterém byl popsán sběr vstupních dat, analýza dat a sestavení finančního plánu. Na závěr této části byla popsána analýza citlivosti.

V druhé části byla provedena charakteristika oceňované společnosti včetně stručné historie a základních údajů tohoto podniku. Poté byla provedena strategická analýza, jejíž náplní byla analýza vnějšího a vnitřního potenciálu firmy. Následně bylo posouzeno finanční zdraví oceňovaného podniku prostřednictvím provedení finanční analýzy, na základě níž bylo zjištěno, že celková aktiva jsou především tvořena oběžnými aktivy, z nichž největší položkou jsou krátkodobé pohledávky, dále pasiva jsou tvořena z největší části cizími zdroji, přičemž tento podíl na celkových pasivech se v čase zvyšuje. Více než 97 % celkových výnosů firmy jsou tvořeny z tržeb za prodej zboží a vlastních výrobků a služeb a celkové náklady jsou převážně složeny ze spotřeby materiálu a energie, nákladů vynaložených na prodané zboží a na služby. Oceňovaná společnost je rentabilní a majetek je efektivně v čase využíván a dochází k obratu celkových aktiv na tržby za 152 dní a k tomuto obratu dochází průměrně dvakrát za rok. Podnik dále disponuje vysoce likvidním majetkem. Společnosti jsou průměrně placeny pohledávky za 33 dní, přičemž pravidlo solventnosti je dodrženo v posledních třech letech, což vypovídá o zlepšující se platební morálce odběratelů. Naopak dochází ke zvyšování doby obratu závazků, což vypovídá o zhoršující se platební morálce oceňovaného podniku. Firma je v posledních třech letech překapitalizována, tedy stálá aktiva a část oběžných aktiv jsou kryty dlouhodobými zdroji. Ukazatel celkové zadluženosti v čase roste, což vypovídá o zvyšujícím se věřitelském riziku.

Obsahem třetí části je stanovení hodnoty podniku a zhodnocení konečných výsledků ocenění společnosti. Nejprve byly prognózovány tržby, čistý pracovní kapitál, investice a na závěr pak odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, přičemž byly následně

použity jako vstupní parametry při stanovení prognózy účetních výkazů jako výkazu zisku a ztráty, cash flow a rozvahy. Následně byly vypočteny náklady na vlastní kapitál, přičemž byl použit model oceňování kapitálových aktiv (*CAMP*). Diskontní míra byla stanovena v podobě průměrných vážených nákladů na kapitál (*WACC*). Na základě těchto informací byly dopočteny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Poté byla určena hodnota podniku netto (tedy vlastního kapitálu) nejprve pomocí dvoufázové metody DCF-Entity a následně prostřednictvím metody EVA. Hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2015 pomocí první metody činila 9 531 781 tis. Kč a pomocí metody ekonomické přidané hodnoty byla hodnota podniku netto stanovena ve výši 10 048 811 tis. Kč. Tyto hodnoty několikrát převyšovaly účetní hodnotu vlastního kapitálu společnosti, což vypovídá o tom, že je společnost nadhodnocena. Na základě kladných výsledků finanční a strategické analýzy se tato skutečnost dala očekávat. Na závěr byla provedena citlivostní analýza, přičemž jako základní faktory, jež ovlivňují hodnotu podniku netto, byly stanoveny celkové tržby, investice, odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a daň ze zisku. Z výsledků citlivostní analýzy vyplývá, že na výslednou hodnotu podniku netto má u obou metod největší pozitivní vliv změna celkových tržeb. Naopak negativně ovlivňuje hodnotu vlastního kapitálu u obou metod daň ze zisku.

Doporučením pro tento podnik by mohlo být zvyšování efektivnosti výroby, především pak zvyšování celkových tržeb, které vedou podle výsledků citlivostní analýzy k nárůstu hodnoty vlastního kapitálu. S tím určitě bude souviset rovněž nárůst nákladů na výrobu a rovněž mzdové náklady, avšak pokud budou využity efektivně k růstu celkových tržeb, nemusí to být pro tento podnik problémem. Firma by měla i nadále pokračovat v investicích do nových technologií, jež mohou zlepšovat a zvyšovat efektivitu výroby a s tím rovněž budoucí potenciál společnosti.

## Seznam použité literatury

### Knížní publikace

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Study guide for Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*. New York: John Wiley & Sons, 1994. ISBN 0-471-10897-9.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování: New approaches and financial instruments in financial decision-making*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2004. ISBN 80-248.0669-X.
- [4] GRÜNWALD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. ISBN 80-245-0032-9.
- [5] GRÜNWALD, Rolf, Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 182 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

### Elektronické zdroje

- [9] ARAD - SYSTÉM ČASOVÝCH ŘAD. *Míra inflace* [online]. © Česká národní banka, 2003-2017 [cit. 2017-02-05]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=12&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_sestuid=6546&p\\_uka=4&p\\_strid=ACL&p\\_od=200501&p\\_do=201612&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=6546&p_uka=4&p_strid=ACL&p_od=200501&p_do=201612&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)
- [10] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. © Česká národní banka, 2003-2017 [cit. 2017-02-05]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza#inflation](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza#inflation)
- [11] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium)* [online]. © Česká národní banka, 2003-2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_strid=AEB&p\\_sestuid=375&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEB&p_sestuid=375&p_lang=CS)

- [12] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Míry zaměstnanosti, nezaměstnanosti a ekonomické aktivity - prosinec 2016* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cris/miry-zamestnanosti-nezamestnanosti-a-ekonomicke-aktivity-prosinec-2016>
- [13] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Mzdy, náklady práce – časové řady* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/pmz\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/pmz_cr)
- [14] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Ukazatele sociálního a hospodářského vývoje České republiky - 3. čtvrtletí 2016* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ukazatele-socialniho-a-hospodarskeho-vyvoje-ceske-republiky-3-ctvrtleti-2016>
- [15] DAMODARAN, Aswath. *Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe – Food Processing* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- [16] DAMODARAN, Aswath. *Risk Premiums for Other Markets* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- [17] DAŇARIONLINE.CZ. *Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob* [online]. © Wolters Kluwer ČR, a.s. [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <http://www.danarionline.cz/sazby--vzory--tabulky/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickych-osob/>
- [18] FINANCE.CZ. POSPÍŠILÍK, Karel. *Cash pooling – chytrý system s vice účty* [online]. 2009 [cit. 2017-01-23]. Dostupné z: <http://firmy.finance.cz/zpravy/finance/215008-cash-pooling-chytry-system-s-vice-ucty/>
- [19] JUSTICE.CZ. *Sbírka listin Nestlé Česko s.r.o.* [online]. [cit. 2016-10-29]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=446395>
- [20] JUSTICE.CZ. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. [cit. 2016-10-29]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=446395&typ=PLATNY>
- [21] KURZY.CZ. *ČR – inflace v prosinci rostla o 0,3 respektive 2%* [online]. © 2000 – 2017 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/zpravy/414831-cr-inflace-v-prosinci-rostla-o-0-3-respektive-2/>
- [22] MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce – leden 2017* [online]. [cit. 2017-02-05]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>
- [23] MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ. *Přehled o vývoji částek minimální mzdy* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: <http://www.mpsv.cz/cs/871>



- [24] MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ. *Panorama potravinářského průmyslu 2015* [online]. © 2009-2017 Ministerstvo zemědělství [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/490099/Panorama\\_potravinarskeho\\_prumyslu\\_2015\\_web.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/490099/Panorama_potravinarskeho_prumyslu_2015_web.pdf)
- [25] VALENTOVÁ WORSCHOVÁ, Kateřina. *Oceňování podniků, jejich částí a podílů* [online]. [cit. 2016-10-29]. Dostupné z: [www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani](http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani)

## Seznam zkratek

$A$	celková aktiva
$A_0$	ostatní neoperační aktiva k datu ocenění
$\beta_E$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
$\beta_L$	koeficient beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
$\beta_U$	koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
$C$	celkový investovaný kapitál
$CAPM$	model oceňování kapitálových aktiv
$CL$	celková likvidita
$CN$	celkové náklady
$CZ\ kr.$	cizí kapitál krátkodobý
$\Delta\check{CPK}$	změna čistého pracovního kapitálu
$D$	cizí úročený kapitál
$d$	sazba daně z příjmů právnických osob
$D_0$	cizí úročený kapitál k datu ocenění
$DCF-Entity$	metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele
$DCF-Equity$	metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky
$dD$	dlouhodobé dluhy
$DIV$	dividenda v běžném období
$dl.\ Kap.$	dlouhodobý kapitál
$d_t$	daňová sazba předpokládaná pro rok $t$

$D_{t-1}$	úročený cizí kapitál k počátku roku $t$
$D_{t-1} \cdot R_D$	nákladové úroky v absolutním vyjádření
$E$	vlastní kapitál
$EAT$	zisk po zdanění, neboli čistý zisk
$EBIT$	zisk před zdaněním a úroky
$EBT$	zisk před zdaněním
$E(R_E)$	očekávaný (střední hodnota) výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
$[E(R_M) - R_F]$	prémie za systematické tržní riziko
$EVA$	ekonomická přidaná hodnota
$FCFE_t$	volné peněžní toky pro vlastníky v roce $t$
$FCFE_{T+1}$	hodnota volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v čase $T+1$
$FCFF$	volné peněžní toky do firmy
$g$	předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze
$I_{n(t)}$	netto investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce $t$
$INV$	investice
$KPVH_t$	korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce $t$
$K_t$	provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku $t$
$K_{t-1}$	provozně nutný investovaný kapitál k předchozímu roku
$multiplikátor_{sf}$	multiplikátor srovnatelné firmy
$MVA$	tržní přidaná hodnota

$NBOUr$	náklady bez odpisů a úroků
$NOA$	čistá operační aktiva
$NOA_0$	čistá operační aktiva k datu ocenění
$NOPAT$	čistý výnos z provozní činnosti po dani
$\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}}$	operační rentabilita (rentabilita čistých provozně potřebných aktiv)
$OA$	oběžná aktiva
$ODP$	odpisy
$OL$	okamžitá likvidita
$PH$	pokračující hodnota
$PL$	pohotová likvidita
$PPP$	pohotové platební prostředky
$R_D$	náklady na úročený cizí kapitál
$R_{D_t}$	náklady cizího kapitálu v roce $t$
$RD\check{S}$	roční daňový štít
$R_E$	náklady vlastního kapitálu při určitém zadlužení
$R_{E_1}$	náklady vlastního kapitálu v první fázi
$R_{E_2}$	náklady na vlastní kapitál ve druhé fázi
$R_{E(U)i}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro rok $i$
$R_F$	bezriziková sazba
$ROA$	rentabilita aktiv ( <i>Return on Assets</i> )

$ROCE$	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu ( <i>Return on Capital Employed</i> )
$ROE$	rentabilita vlastního kapitálu ( <i>Return on Equity</i> )
$ROS$	rentabilita tržeb ( <i>Return on Sales</i> )
$RN$	rentabilita nákladů
$\Delta RT$	změna relevantního trhu, která je určena z výsledků analýzy vnějšího potenciálu firmy
$SA$	stálá aktiva
$t$	jednotlivé roky
$T$	délka první fáze v letech
$\Delta T_i$	změna tržeb stanovena pomocí výsledků analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňovaného podniku
$\Delta T_j$	změna tržeb, jež je stanovena z analýzy časové řady tržeb
$\Delta TP$	změna tržního podílu
$U_i$	hodnota dílčího ukazatele
$\sum U_i$	hodnota absolutního ukazatele
$ukazatel_{of}$	ukazatel oceňované společnosti
$Ur$	úroky
$U_t$	hodnota ukazatele v čase $t$
$V$	hodnota podniku
$V_A$	hodnota aktiv (pokud je použit jako multiplikátor ukazatel $MV/BV$ )
$V_{brutto}$	hodnota podniku brutto

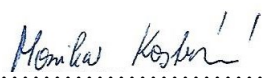
$V_E$	hodnota vlastního kapitálu (pokud je použit jako multiplikátor ukazatel $P/E$ )
$V_i$	hodnoty podniku použitých metod ocenění
$V_{netto}$	netto hodnota podniku (přeceněná hodnota vlastního kapitálu)
$V_s$	hodnota podniku vypočtená pomocí substanční metody
$V_v$	hodnota podniku dle výnosového ocenění
$w_1$	váha, která je přiřazena jednotlivým metodám
$w_2$	váha, která je přiřazena jednotlivým metodám
$WACC$	průměrné vážené náklady kapitálu ( <i>Weighted Average Capital Cost</i> )
$w_i$	váha přiřazena jednotlivým metodám
$w_t$	váhy přiřazené jednotlivým obdobím
$w_{Ti}$	váha, která je přiřazena $\Delta T_i$
$w_{Tj}$	váha, jež je přiřazena $\Delta T_j$
$Z$	trvale udržitelný zisk
$Zá.$	zásoby
$Z_t$	zisk v minulých obdobích upravený o korekce
$Z_{T+1}$	hodnota trvale udržitelného zisku ve druhé fázi

## **Prohlášení o využití výsledků diplomové práce**

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 - školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB - TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užití dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohou jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 19. 4. 2017

.....  


Bc. Monika Kostrhúnová

## **Seznam příloh**

Příloha 1	Rozvaha za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)
Příloha 2	Výkaz zisku a ztráty za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)
Příloha 3	Horizontální analýza rozvahy za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)
Příloha 4	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)
Příloha 5	Vertikální analýza rozvahy za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)
Příloha 6	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)
Příloha 7	Plánovaná rozvaha za období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)



## Rozvaha za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč) – aktiva

ROZVAHA		2011	2012	2013	2014	2015
označ.	AKTIVA CELKEM	4 696 163	4 794 065	4 246 205	4 439 407	4 722 061
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	1 994 556	2 059 069	2 061 797	1 930 628	1 729 425
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	560	4 806	2 498	4 389	4 912
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3.	Software	560	4 806	2 498	274	1 280
4.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
5.	Goodwill	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	4 115	3 632
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 993 996	2 042 713	2 047 749	1 914 689	1 712 963
B.II.1.	Pozemky	42 526	42 526	42 526	33 111	33 111
2.	Stavby	418 769	407 580	411 002	400 098	402 653
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 005 831	1 056 992	1 245 157	1 276 794	1 197 160
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	13 729
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	129 602	237 824	150 751	105 850	66 310
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	397 268	297 791	198 313	98 836	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	11 550	11 550	11 550	11 550
B.III.1.	Podíly - ovládaná osoba	0	11 550	11 550	11 550	11 550
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
4.	Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	2 695 239	2 726 506	2 176 366	2 500 280	2 983 892
C.I.	Zásoby	647 320	536 801	537 352	601 604	647 389
C.I.1.	Materiál	162 901	159 487	171 162	188 621	159 392
2.	Nedokončená výroba a polotovary	47 352	35 308	43 185	42 913	44 197
3.	Výrobky	178 234	113 743	103 951	103 644	112 878
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
5.	Zboží	258 833	228 263	219 054	266 426	330 922
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0

C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
6.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C.III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>2 045 899</b>	<b>2 146 718</b>	<b>1 625 309</b>	<b>1 862 541</b>	<b>2 168 588</b>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	989 523	1 100 618	1 037 459	901 796	966 408
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	941 307	458 957	876 873	1 161 663
3.	Pohledávky - podstatný vliv	988 448	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	38 288	35 957	14 071	9 555	0
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	10 587	34 371	9 849	16 235	11 327
8.	Dohadné účty aktivní	17 545	25 515	45 852	34 703	19 007
9.	Jiné pohledávky	1 508	8 950	59 121	23 379	10 183
C.IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>2 020</b>	<b>42 987</b>	<b>13 705</b>	<b>36 135</b>	<b>167 915</b>
C.IV.1.	Peníze	2 020	932	561	1 430	1 522
2.	Účty v bankách	0	42 055	13 144	34 705	166 393
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.I.	<b>Časové rozlišení</b>	<b>6 368</b>	<b>8 490</b>	<b>8 042</b>	<b>8 499</b>	<b>8 744</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	6 368	8 490	7 337	7 919	7 148
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	0	0	705	580	1 596

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek společnosti Nestlé Česko s.r.o. od roku 2011 - 2015

**Rozvaha za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč) – pasiva**

ROZVAHA		2011	2012	2013	2014	2015
označ.	PASIVA CELKEM	4 696 163	4 794 065	4 246 205	4 439 407	4 722 061
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>1 654 585</b>	<b>1 732 430</b>	<b>784 870</b>	<b>713 645</b>	<b>784 346</b>
A.I.	<b>Základní kapitál</b>	<b>1 154 000</b>	<b>1 154 000</b>	<b>300 000</b>	<b>300 000</b>	<b>300 000</b>
A.I.1	Základní kapitál	1 154 000	1 154 000	300 000	300 000	300 000
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A.II.	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>-56 166</b>	<b>3 668</b>	<b>39 630</b>	<b>12 899</b>	<b>-2 045</b>
A.II.1.	Emisní ážio	0	0	0	0	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-56 166	3 668	39 630	12 899	-2 045
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0
5.	Rozdíl z přeměn společností	0	0	0	0	0
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0
A.III.	<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>115 400</b>	<b>115 400</b>	<b>115 400</b>	<b>115 400</b>	<b>115 400</b>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	115 400	115 400	115 400	115 400	115 400
2.	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A.IV.	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>1 149</b>	<b>1 351</b>	<b>1 362</b>	<b>41</b>	<b>46</b>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	1 149	1 351	1 362	41	46
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0
A.V.1.	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>440 202</b>	<b>458 011</b>	<b>328 478</b>	<b>285 305</b>	<b>370 945</b>
A.V.2.	<b>Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>3 041 274</b>	<b>3 061 284</b>	<b>3 461 300</b>	<b>3 718 893</b>	<b>3 937 089</b>
B.I.	<b>Rezervy</b>	<b>117 415</b>	<b>93 317</b>	<b>102 641</b>	<b>109 934</b>	<b>207 257</b>
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	4 703	35 753
4.	Ostatní rezervy	117 415	93 317	102 641	105 231	171 504
B.II.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>1 172 024</b>	<b>103 566</b>	<b>117 742</b>	<b>1 303 675</b>	<b>1 238 470</b>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	1 083 600	0	0	1 164 527	1 135 254
3.	Závazky - podstatný vliv 0	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
10.	Odložený daňový závazek	88 424	103 566	117 742	139 148	103 216

<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>1 750 693</b>	<b>2 864 401</b>	<b>3 240 917</b>	<b>2 305 284</b>	<b>2 491 362</b>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	955 876	1 019 327	1 305 127	1 446 910	1 325 424
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	0	1 055 930	1 150 842	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	1 214	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	44 917	43 770	45 126	47 237	46 868
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	27 664	27 230	28 722	29 702	29 336
7.	Stát - daňové závazky a dotace	8 513	7 680	9 000	9 967	23 053
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	1 347	1 300	1 300	1 300
9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	613 469	702 004	700 259	769 596	1 042 681
11.	Jiné závazky	99 040	7 113	541	572	22 700
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>1 142</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	1 142	0	0	0	0
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>304</b>	<b>351</b>	<b>35</b>	<b>6 869</b>	<b>626</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	-71	0	0	6 858	0
2.	Výnosy příštích období	375	351	35	11	626

*Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek společnosti Nestlé Česko s.r.o. od roku 2011 – 2015*

## Výkaz zisku a ztráty za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)

označ.	Výkaz zisku a ztráty v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
<b>I.</b>	<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>4 975 526</b>	<b>4 913 647</b>	<b>4 952 958</b>	<b>5 111 560</b>	<b>5 650 946</b>
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 470 001	2 543 367	2 630 255	2 883 545	2 823 731
+	<b>Obchodní marže</b>	<b>2 505 525</b>	<b>2 370 280</b>	<b>2 322 703</b>	<b>2 228 015</b>	<b>2 827 215</b>
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>5 754 237</b>	<b>5 299 279</b>	<b>5 749 286</b>	<b>6 241 825</b>	<b>5 630 457</b>
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 743 932	5 368 933	5 746 846	6 241 273	5 619 305
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	9 838	-74 185	-1 942	552	11 146
II.3.	Aktivace	467	4 531	4 382	0	6
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>6 244 745</b>	<b>5 776 781</b>	<b>6 046 133</b>	<b>6 498 348</b>	<b>6 398 287</b>
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	3 115 570	3 091 844	3 279 393	3 495 495	3 325 981
B.2.	Služby	3 129 175	2 684 937	2 766 740	3 002 853	3 072 306
+	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>2 015 017</b>	<b>1 892 778</b>	<b>2 025 856</b>	<b>1 971 492</b>	<b>2 059 385</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>1 096 136</b>	<b>1 117 586</b>	<b>1 153 469</b>	<b>1 203 542</b>	<b>1 186 203</b>
C.1.	Mzdové náklady	795 963	811 731	834 736	869 214	860 802
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	252 379	250 028	263 631	274 212	269 310
C.4.	Sociální náklady	47 794	55 827	55 102	60 116	56 091
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>1 099</b>	<b>1 195</b>	<b>1 146</b>	<b>3 514</b>	<b>1 226</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>293 553</b>	<b>275 410</b>	<b>304 844</b>	<b>310 909</b>	<b>331 075</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>88 431</b>	<b>68 882</b>	<b>49 813</b>	<b>72 167</b>	<b>46 440</b>
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 050	3 833	2 173	28 573	1 339
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	86 381	65 049	47 640	43 594	45 101
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>45 147</b>	<b>35 394</b>	<b>44 336</b>	<b>86 170</b>	<b>38 584</b>
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 653	3 326	9 865	57 449	1 249
F.2.	Prodaný materiál	43 494	32 068	34 471	28 721	37 335
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období</b>	<b>3 312</b>	<b>-66 585</b>	<b>-2 250</b>	<b>-5 311</b>	<b>102 106</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>44 027</b>	<b>35 590</b>	<b>28 112</b>	<b>46 666</b>	<b>46 548</b>
H.	Ostatní provozní náklady	29 765	87 194	41 440	53 976	47 995
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>678 463</b>	<b>547 056</b>	<b>560 796</b>	<b>437 525</b>	<b>445 184</b>
<b>VI.</b>	<b>Tržby z prodeje cenných papírů a podílů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
<b>VII.</b>	<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
<b>VIII.</b>	<b>Výnosy z krátkodobého finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5 896</b>	<b>0</b>

K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
<b>IX.</b>	<b>Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů</b>	<b>0</b>	<b>6 552</b>	<b>5 519</b>	<b>4 501</b>	<b>0</b>
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	36 298	0	0	0	1 966
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	-11 550	0	0	0
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>2 388</b>	<b>2 136</b>	<b>23</b>	<b>11</b>	<b>34</b>
N.	Nákladové úroky	52 137	53 335	13 509	9 776	7 008
<b>XI.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>152 180</b>	<b>249 438</b>	<b>295 247</b>	<b>63 874</b>	<b>125 629</b>
O.	Ostatní finanční náklady	125 017	188 026	405 251	72 875	95 655
<b>XII.</b>	<b>Převod finančních výnosů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-58 884</b>	<b>28 315</b>	<b>-117 971</b>	<b>-8 369</b>	<b>21 034</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>179 956</b>	<b>117 360</b>	<b>114 347</b>	<b>143 851</b>	<b>95 273</b>
Q.1.	- splatná	160 425	102 218	109 467	116 175	127 699
Q.2.	- odložená	19 531	15 142	4 880	27 676	-32 426
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>439 623</b>	<b>458 011</b>	<b>328 478</b>	<b>285 305</b>	<b>370 945</b>
<b>XIII.</b>	<b>Mimořádné výnosy</b>	<b>632</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
R.	Mimořádné náklady	53	0	0	0	0
<b>S.</b>	<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
S.1.	- splatná	0	0	0	0	0
S.2.	- odložená	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>579</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>440 202</b>	<b>458 011</b>	<b>328 478</b>	<b>285 305</b>	<b>370 945</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>620 158</b>	<b>575 371</b>	<b>442 825</b>	<b>429 156</b>	<b>466 218</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek společnosti Nestlé Česko s.r.o. od roku 2011 – 2015

**Horizontální analýza rozvahy za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč) - aktiva**

ROZVAHA	Absolutní změna				Relativní změna			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>97 902</b>	<b>-547 860</b>	<b>193 202</b>	<b>282 654</b>	<b>2,08%</b>	<b>-11,43%</b>	<b>4,55%</b>	<b>6,37%</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý majetek	64 513	2 728	-131 169	-201 203	3,23%	0,13%	-6,36%	-10,42%
Dlouhodobý nehmotný majetek	4 246	-2 308	1 891	523	758,21%	-48,02%	75,70%	11,92%
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Software	4 246	-2 308	-2 224	1 006	758,21%	-48,02%	-89,03%	367,15%
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Goodwill	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	4 115	-483	0,00%	0,00%	0,00%	-11,74%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	48 717	5 036	-133 060	-201 726	2,44%	0,25%	-6,50%	-10,54%
Pozemky	0	0	-9 415	0	0,00%	0,00%	-22,14%	0,00%
Stavby	-11 189	3 422	-10 904	2 555	-2,67%	0,84%	-2,65%	0,64%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	51 161	188 165	31 637	-79 634	5,09%	17,80%	2,54%	-6,24%
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	13 729	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	108 222	-87 073	-44 901	-39 540	83,50%	-36,61%	-29,78%	-37,35%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-99 477	-99 478	-99 477	-98 836	-25,04%	-33,41%	-50,16%	-100,00%
Dlouhodobý finanční majetek	11 550	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Podíly - ovládaná osoba	11 550	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Porizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>31 267</b>	<b>-550 140</b>	<b>323 914</b>	<b>483 612</b>	<b>1,16%</b>	<b>-20,18%</b>	<b>14,88%</b>	<b>19,34%</b>
Zásoby	-110 519	551	64 252	45 785	-17,07%	0,10%	11,96%	7,61%

Materiál	-3 414	11 675	17 459	-29 229	-2,10%	7,32%	10,20%	-15,50%
Nedokončená výroba a polotovary	-12 044	7 877	-272	1 284	-25,44%	22,31%	-0,63%	2,99%
Výrobky	-64 491	-9 792	-307	9 234	-36,18%	-8,61%	-0,30%	8,91%
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zboží	-30 570	-9 209	47 372	64 496	-11,81%	-4,03%	21,63%	24,21%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>100 819</b>	<b>-521 409</b>	<b>237 232</b>	<b>306 047</b>	<b>4,93%</b>	<b>-24,29%</b>	<b>14,60%</b>	<b>16,43%</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	111 095	-63 159	-135 663	64 612	11,23%	-5,74%	-13,08%	7,16%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	941 307	-482 350	417 916	284 790	0,00%	-51,24%	91,06%	32,48%
Pohledávky - podstatný vliv	-988 448	0	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stát - daňové pohledávky	-2 331	-21 886	-4 516	-9 555	-6,09%	-60,87%	-32,09%	-100,00%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	23 784	-24 522	6 386	-4 908	224,65%	-71,35%	64,84%	-30,23%
Dohadné účty aktivní	7 970	20 337	-11 149	-15 696	45,43%	79,71%	-24,32%	-45,23%
Jiné pohledávky	7 442	50 171	-35 742	-13 196	493,50%	560,57%	-60,46%	-56,44%
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>40 967</b>	<b>-29 282</b>	<b>22 430</b>	<b>131 780</b>	<b>2028,07%</b>	<b>-68,12%</b>	<b>163,66%</b>	<b>364,69%</b>
Peníze	-1 088	-371	869	92	-53,86%	-39,81%	154,90%	6,43%
Účty v bankách	42 055	-28 911	21 561	131 688	0,00%	-68,75%	164,04%	379,45%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 122</b>	<b>-448</b>	<b>457</b>	<b>245</b>	<b>33,32%</b>	<b>-5,28%</b>	<b>5,68%</b>	<b>2,88%</b>
Náklady příštích období	2 122	-1 153	582	-771	33,32%	-13,58%	7,93%	-9,74%
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Příjmy příštích období	0	705	-125	1 016	0,00%	0,00%	-17,73%	175,17%

*Zdroj: vlastní zpracování*



**Horizontální analýza rozvahy za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč) – pasiva**

ROZVAHA	Absolutní změna				Relativní změna			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>97902</b>	<b>-547860</b>	<b>193202</b>	<b>282654</b>	<b>2,08%</b>	<b>-11,43%</b>	<b>4,55%</b>	<b>6,37%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>77845</b>	<b>-947560</b>	<b>-71225</b>	<b>70701</b>	<b>4,70%</b>	<b>-54,70%</b>	<b>-9,07%</b>	<b>9,91%</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>-854000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>-74,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Základní kapitál	0	-854000	0	0	0,00%	-74,00%	0,00%	0,00%
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>59834</b>	<b>35962</b>	<b>-26731</b>	<b>-14944</b>	<b>106,53%</b>	<b>980,43%</b>	<b>-67,45%</b>	<b>-115,85%</b>
Emisní ážio	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	59834	35962	-26731	-14944	106,53%	980,43%	-67,45%	-115,85%
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rozdíl z přeměn společností	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>202</b>	<b>11</b>	<b>-1321</b>	<b>5</b>	<b>17,58%</b>	<b>0,81%</b>	<b>-96,99%</b>	<b>12,20%</b>
Nerozdělený zisk minulých let	202	11	-1321	5	17,58%	0,81%	-96,99%	12,20%
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>17809</b>	<b>-129533</b>	<b>-43173</b>	<b>85640</b>	<b>4,05%</b>	<b>-28,28%</b>	<b>-13,14%</b>	<b>30,02%</b>
<b>Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>20010</b>	<b>400016</b>	<b>257593</b>	<b>218196</b>	<b>0,66%</b>	<b>13,07%</b>	<b>7,44%</b>	<b>5,87%</b>
<b>Rezervy</b>	<b>-24098</b>	<b>9324</b>	<b>7293</b>	<b>97323</b>	<b>-20,52%</b>	<b>9,99%</b>	<b>7,11%</b>	<b>88,53%</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezerva na daň z příjmů	0	0	4703	31050	0,00%	0,00%	0,00%	660,22%
Ostatní rezervy	-24098	9324	2590	66273	-20,52%	9,99%	2,52%	62,98%
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>-1068458</b>	<b>14176</b>	<b>1185933</b>	<b>-65205</b>	<b>-91,16%</b>	<b>13,69%</b>	<b>1007,23%</b>	<b>-5,00%</b>
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky - ovládající a řídicí osoba	-1083600	0	1164527	-29273	-100,00%	0,00%	0,00%	-2,51%
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiné závazky	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odložený daňový závazek	15142	14176	21406	-35932	17,12%	13,69%	18,18%	-25,82%
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>1113708</b>	<b>376516</b>	<b>-935633</b>	<b>186078</b>	<b>63,62%</b>	<b>13,14%</b>	<b>-28,87%</b>	<b>8,07%</b>
Závazky z obchodních vztahů	63451	285800	141783	-121486	6,64%	28,04%	10,86%	-8,40%
Závazky - ovládající a řídicí osoba	1055930	94912	-1150842	0	0,00%	8,99%	-100,00%	0,00%
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	-1214	0	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky k zaměstnancům	-1147	1356	2111	-369	-2,55%	3,10%	4,68%	-0,78%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-434	1492	980	-366	-1,57%	5,48%	3,41%	-1,23%
Stát - daňové závazky a dotace	-833	1320	967	13086	-9,79%	17,19%	10,74%	131,29%
Krátkodobé přijaté zálohy	1347	-47	0	0	0,00%	-3,49%	0,00%	0,00%
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dohadné účty pasivní	88535	-1745	69337	273085	14,43%	-0,25%	9,90%	35,48%
Jiné závazky	-91927	-6572	31	22128	-92,82%	-92,39%	5,73%	3868,53%
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>-1142</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé bankovní úvěry	-1142	0	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>47</b>	<b>-316</b>	<b>6834</b>	<b>-6243</b>	<b>15,46%</b>	<b>-90,03%</b>	<b>19525,71%</b>	<b>-90,89%</b>
Výdaje příštích období	71	0	6858	-6858	100,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
Výnosy příštích období	-24	-316	-24	615	-6,40%	-90,03%	-68,57%	5590,91%

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)**

VZZ	Absolutní změna				Relativní změna			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>-61879</b>	<b>39311</b>	<b>158602</b>	<b>539386</b>	<b>-1,24%</b>	<b>0,80%</b>	<b>3,20%</b>	<b>10,55%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	73366	86888	253290	-59814	2,97%	3,42%	9,63%	-2,07%
<b>Obchodní marže</b>	<b>-135245</b>	<b>-47577</b>	<b>-94688</b>	<b>599200</b>	<b>-5,40%</b>	<b>-2,01%</b>	<b>-4,08%</b>	<b>26,89%</b>
<b>Výkony</b>	<b>-454958</b>	<b>450007</b>	<b>492539</b>	<b>-611368</b>	<b>-7,91%</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,57%</b>	<b>-9,79%</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-374999	377913	494427	-621968	-6,53%	7,04%	8,60%	-9,97%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-84023	72243	2494	10594	-854,07%	97,38%	128,42%	1919,20%
Aktivace	4064	-149	-4382	6	870,24%	-3,29%	-100,00%	0,00%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>-467964</b>	<b>269352</b>	<b>452215</b>	<b>-100061</b>	<b>-7,49%</b>	<b>4,66%</b>	<b>7,48%</b>	<b>-1,54%</b>
Spotřeba materiálu a energie	-23726	187549	216102	-169514	-0,76%	6,07%	6,59%	-4,85%
Služby	-444238	81803	236113	69453	-14,20%	3,05%	8,53%	2,31%
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>-122239</b>	<b>133078</b>	<b>-54364</b>	<b>87893</b>	<b>-6,07%</b>	<b>7,03%</b>	<b>-2,68%</b>	<b>4,46%</b>
<b>Osobní náklady</b>	<b>21450</b>	<b>35883</b>	<b>50073</b>	<b>-17339</b>	<b>1,96%</b>	<b>3,21%</b>	<b>4,34%</b>	<b>-1,44%</b>
Mzdové náklady	15768	23005	34478	-8412	1,98%	2,83%	4,13%	-0,97%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	-2351	13603	10581	-4902	-0,93%	5,44%	4,01%	-1,79%
Sociální náklady	8033	-725	5014	-4025	16,81%	-1,30%	9,10%	-6,70%
Daně a poplatky	96	-49	2368	-2288	8,74%	-4,10%	206,63%	-65,11%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-18143	29434	6065	20166	-6,18%	10,69%	1,99%	6,49%
<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>-19549</b>	<b>-19069</b>	<b>22354</b>	<b>-25727</b>	<b>-22,11%</b>	<b>-27,68%</b>	<b>44,88%</b>	<b>-35,65%</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1783	-1660	26400	-27234	86,98%	-43,31%	1214,91%	-95,31%
Tržby z prodeje materiálu	-21332	-17409	-4046	1507	-24,70%	-26,76%	-8,49%	3,46%
<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>-9753</b>	<b>8942</b>	<b>41834</b>	<b>-47586</b>	<b>-21,60%</b>	<b>25,26%</b>	<b>94,36%</b>	<b>-55,22%</b>
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1673	6539	47584	-56200	101,21%	196,60%	482,35%	-97,83%
Prodaný materiál	-11426	2403	-5750	8614	-26,27%	7,49%	-16,68%	29,99%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-69897	64335	-3061	107417	-2110,42%	96,62%	-136,04%	2022,54%
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>-8437</b>	<b>-7478</b>	<b>18554</b>	<b>-118</b>	<b>-19,16%</b>	<b>-21,01%</b>	<b>66,00%</b>	<b>-0,25%</b>
Ostatní provozní náklady	57429	-45754	12536	-5981	192,94%	-52,47%	30,25%	-11,08%
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-131407</b>	<b>13740</b>	<b>-123271</b>	<b>7659</b>	<b>-19,37%</b>	<b>2,51%</b>	<b>-21,98%</b>	<b>1,75%</b>
<b>Tržby z prodeje cenných papírů a podílů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Prodané cenné papíry a	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

podíly								
<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Výnosy z krátkodobého finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5896</b>	<b>-5896</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-100,00%</b>
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů</b>	<b>6552</b>	<b>-1033</b>	<b>-1018</b>	<b>-4501</b>	<b>0,00%</b>	<b>-15,77%</b>	<b>-18,45%</b>	<b>-100,00%</b>
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	-36298	0	0	1966	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-11550	11550	0	0	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
<b>Výnosové úroky</b>	<b>-252</b>	<b>-2113</b>	<b>-12</b>	<b>23</b>	<b>-10,55%</b>	<b>-98,92%</b>	<b>-52,17%</b>	<b>209,09%</b>
Nákladové úroky	1198	-39826	-3733	-2768	2,30%	-74,67%	-27,63%	-28,31%
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>97258</b>	<b>45809</b>	<b>-231373</b>	<b>61755</b>	<b>63,91%</b>	<b>18,36%</b>	<b>-78,37%</b>	<b>96,68%</b>
Ostatní finanční náklady	63009	217225	-332376	22780	50,40%	115,53%	-82,02%	31,26%
<b>Převod finančních výnosů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>87199</b>	<b>-146286</b>	<b>109602</b>	<b>29403</b>	<b>148,09%</b>	<b>-516,64%</b>	<b>92,91%</b>	<b>351,33%</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>-62596</b>	<b>-3013</b>	<b>29504</b>	<b>-48578</b>	<b>-34,78%</b>	<b>-2,57%</b>	<b>25,80%</b>	<b>-33,77%</b>
- splatná	-58207	7249	6708	11524	-36,28%	7,09%	6,13%	9,92%
- odložená	-4389	-10262	22796	-60102	-22,47%	-67,77%	467,13%	-217,16%
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>18388</b>	<b>-129533</b>	<b>-43173</b>	<b>85640</b>	<b>4,18%</b>	<b>-28,28%</b>	<b>-13,14%</b>	<b>30,02%</b>
<b>Mimořádné výnosy</b>	<b>-632</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Mimořádné náklady	-53	0	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
- splatná	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- odložená	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-579</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>17809</b>	<b>-129533</b>	<b>-43173</b>	<b>85640</b>	<b>4,05%</b>	<b>-28,28%</b>	<b>-13,14%</b>	<b>30,02%</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-44787</b>	<b>-132546</b>	<b>-13669</b>	<b>37062</b>	<b>-7,22%</b>	<b>-23,04%</b>	<b>-3,09%</b>	<b>8,64%</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

## Vertikální analýza rozvahy za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč) – aktiva

ROZVAHA	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>42,47%</b>	<b>42,95%</b>	<b>48,56%</b>	<b>43,49%</b>	<b>36,62%</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,10%</b>
Zřizovací výdaje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Software	0,01%	0,10%	0,06%	0,01%	0,03%
Ocenitelná práva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Goodwill	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,08%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>42,46%</b>	<b>42,61%</b>	<b>48,23%</b>	<b>43,13%</b>	<b>36,28%</b>
Pozemky	0,91%	0,89%	1,00%	0,75%	0,70%
Stavby	8,92%	8,50%	9,68%	9,01%	8,53%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	21,42%	22,05%	29,32%	28,76%	25,35%
Pěstitelské celky trvalých porostů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,29%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2,76%	4,96%	3,55%	2,38%	1,40%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	8,46%	6,21%	4,67%	2,23%	0,00%
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,24%</b>	<b>0,27%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,24%</b>
Podíly - ovládaná osoba	0,00%	0,24%	0,27%	0,26%	0,24%
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>57,39%</b>	<b>56,87%</b>	<b>51,25%</b>	<b>56,32%</b>	<b>63,19%</b>
<b>Zásoby</b>	<b>13,78%</b>	<b>11,20%</b>	<b>12,65%</b>	<b>13,55%</b>	<b>13,71%</b>
Materiál	3,47%	3,33%	4,03%	4,25%	3,38%
Nedokončená výroba a polotovary	1,01%	0,74%	1,02%	0,97%	0,94%
Výrobky	3,80%	2,37%	2,45%	2,33%	2,39%
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zboží	5,51%	4,76%	5,16%	6,00%	7,01%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky - podstatný vliv	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiné pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odložená daňová pohledávka	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>43,57%</b>	<b>44,78%</b>	<b>38,28%</b>	<b>41,95%</b>	<b>45,92%</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	21,07%	22,96%	24,43%	20,31%	20,47%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,00%	19,63%	10,81%	19,75%	24,60%
Pohledávky - podstatný vliv	21,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stát - daňové pohledávky	0,82%	0,75%	0,33%	0,22%	0,00%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,23%	0,72%	0,23%	0,37%	0,24%
Dohadné účty aktivní	0,37%	0,53%	1,08%	0,78%	0,40%
Jiné pohledávky	0,03%	0,19%	1,39%	0,53%	0,22%
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,90%</b>	<b>0,32%</b>	<b>0,81%</b>	<b>3,56%</b>
Peníze	0,04%	0,02%	0,01%	0,03%	0,03%
Účty v bankách	0,00%	0,88%	0,31%	0,78%	3,52%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,14%</b>	<b>0,18%</b>	<b>0,19%</b>	<b>0,19%</b>	<b>0,19%</b>
Náklady příštích období	0,14%	0,18%	0,17%	0,18%	0,15%
Komplexní náklady příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Příjmy příštích období	0,00%	0,00%	0,02%	0,01%	0,03%

*Zdroj: vlastní zpracování*

## Vertikální analýza rozvahy za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč) – pasiva

ROZVAHA	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
Základní kapitál	25%	24%	7%	7%	6%
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0%	0%	0%	0%	0%
Změny základního kapitálu	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>-1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Emisní ážio	0%	0%	0%	0%	0%
Ostatní kapitálové fondy	0%	0%	0%	0%	0%
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-1%	0%	1%	0%	0%
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0%	0%	0%	0%	0%
Rozdíl z přeměn společností	0%	0%	0%	0%	0%
Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	2%	2%	3%	3%	2%
Statutární a ostatní fondy	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Nerozdělený zisk minulých let	0%	0%	0%	0%	0%
Neuhrazená ztráta minulých let	0%	0%	0%	0%	0%
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>
<b>Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>65%</b>	<b>64%</b>	<b>82%</b>	<b>84%</b>	<b>83%</b>
<b>Rezervy</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0%	0%	0%	0%	0%
Rezerva na důchody a podobné závazky	0%	0%	0%	0%	0%
Rezerva na daň z příjmů	0%	0%	0%	0%	1%
Ostatní rezervy	3%	2%	2%	2%	4%
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>25%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>
Závazky z obchodních vztahů	0%	0%	0%	0%	0%
Závazky - ovládající a řídicí osoba	23%	0%	0%	26%	24%
Závazky - podstatný vliv 0	0%	0%	0%	0%	0%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobé přijaté zálohy	0%	0%	0%	0%	0%
Vydané dluhopisy	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobé směnky k úhradě	0%	0%	0%	0%	0%
Dohadné účty pasivní	0%	0%	0%	0%	0%
Jiné závazky	0%	0%	0%	0%	0%
Odložený daňový závazek	2%	2%	3%	3%	2%
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>37%</b>	<b>60%</b>	<b>76%</b>	<b>52%</b>	<b>53%</b>
Závazky z obchodních vztahů	20%	21%	31%	33%	28%
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0%	22%	27%	0%	0%

Závazky - podstatný vliv	0%	0%	0%	0%	0%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0%	0%	0%	0%	0%
Závazky k zaměstnancům	1%	1%	1%	1%	1%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1%	1%	1%	1%	1%
Stát - daňové závazky a dotace	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé přijaté zálohy	0%	0%	0%	0%	0%
Vydané dluhopisy	0%	0%	0%	0%	0%
Dohadné účty pasivní	13%	15%	16%	17%	22%
Jiné závazky	2%	0%	0%	0%	0%
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé bankovní úvěry	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé finanční výpomoci	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Výdaje příštích období	0%	0%	0%	0%	0%
Výnosy příštích období	0%	0%	0%	0%	0%

*Zdroj: vlastní zpracování*



**Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty za období let 2011 – 2015 (v tis. Kč)**

roky	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>45,16%</b>	<b>46,46%</b>	<b>44,70%</b>	<b>44,27%</b>	<b>49,14%</b>
<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	<b>52,13%</b>	<b>50,77%</b>	<b>51,86%</b>	<b>54,05%</b>	<b>48,86%</b>
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,09%	-0,70%	-0,02%	0,00%	0,10%
Aktivace	0,00%	0,04%	0,04%	0,00%	0,00%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,80%	0,65%	0,45%	0,63%	0,40%
Ostatní provozní výnosy	0,40%	0,34%	0,25%	0,40%	0,40%
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%	0,00%
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00%	0,06%	0,05%	0,04%	0,00%
Výnosové úroky	0,02%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	1,38%	2,36%	2,66%	0,55%	1,09%
Mimořádné výnosy	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>VÝNOSY CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

roky	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Náklady vynaložené na prodané zboží</b>	<b>23,35%</b>	<b>25,14%</b>	<b>24,46%</b>	<b>25,61%</b>	<b>25,37%</b>
<b>Spotřeba materiálu a energie</b>	<b>29,46%</b>	<b>30,56%</b>	<b>30,50%</b>	<b>31,04%</b>	<b>29,89%</b>
<b>Služby</b>	<b>29,58%</b>	<b>26,54%</b>	<b>25,73%</b>	<b>26,67%</b>	<b>27,61%</b>
Osobní náklady	10,36%	11,05%	10,73%	10,69%	10,66%
Daně a poplatky	0,01%	0,01%	0,01%	0,03%	0,01%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,78%	2,72%	2,84%	2,76%	2,97%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,43%	0,35%	0,41%	0,77%	0,35%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0,03%	-0,66%	-0,02%	-0,05%	0,92%
Ostatní provozní náklady	0,28%	0,86%	0,39%	0,48%	0,43%
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0,00%	-0,11%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,49%	0,53%	0,13%	0,09%	0,06%
Ostatní finanční náklady	1,18%	1,86%	3,77%	0,65%	0,86%
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,70%	1,16%	1,06%	1,28%	0,86%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>NÁKLADY CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Plánovaná rozvaha za období let 2016 – 2020 (v tis. Kč)**

POLOŽKA/ROKY		2016	2017	2018	2019	2020
<b>označ.</b>	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>5 026 081</b>	<b>5 062 678</b>	<b>5 116 325</b>	<b>5 170 865</b>	<b>5 226 313</b>
<b>A.</b>	<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>1 660 931</b>	<b>1 591 296</b>	<b>1 520 502</b>	<b>1 448 530</b>	<b>1 375 359</b>
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4 912	4 912	4 912	4 912	4 912
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 644 469	1 574 834	1 504 040	1 432 068	1 358 897
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	11 550	11 550	11 550	11 550	11 550
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 356 406</b>	<b>3 462 637</b>	<b>3 587 078</b>	<b>3 713 591</b>	<b>3 842 210</b>
C.I.	Zásoby	626 166	636 592	647 190	657 965	668 920
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	2 080 772	2 115 415	2 150 634	2 186 441	2 222 843
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	532 949	602 116	672 435	743 924	816 604
C.V.	Ostatní oběžná aktiva	116 519	108 515	116 819	125 261	133 843
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>8 744</b>	<b>8 744</b>	<b>8 744</b>	<b>8 744</b>	<b>8 744</b>
<b>označ.</b>	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>5 026 081</b>	<b>5 062 678</b>	<b>5 116 325</b>	<b>5 170 865</b>	<b>5 226 313</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>900 865</b>	<b>892 861</b>	<b>901 165</b>	<b>909 607</b>	<b>918 189</b>
A.I.	Základní kapitál	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	115 400	115 400	115 400	115 400	115 400
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	46	46	46	46	46
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	485 419	477 415	485 719	494 161	502 743
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku	0	0	0	0	0
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>4 124 590</b>	<b>4 169 191</b>	<b>4 214 534</b>	<b>4 260 632</b>	<b>4 307 498</b>
B.I.	Rezervy	207 257	207 257	207 257	207 257	207 257
B.II.	Dlouhodobé závazky	1 238 470	1 238 470	1 238 470	1 238 470	1 238 470
B.III.	Krátkodobé závazky	2 678 863	2 723 464	2 768 807	2 814 905	2 861 771
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>626</b>	<b>626</b>	<b>626</b>	<b>626</b>	<b>626</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*